

REVISTA  
DE DERECHO  
BANCARIO  
Y BURSÁTIL

132

AÑO XXXII  
OCTUBRE-DICIEMBRE 2013

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN  
BANCARIA Y BURSÁTIL

DIRECTOR  
JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE

LEX NOVA



THOMSON REUTERS

## Fundador

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

## Director

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

## Consejo Asesor

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

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

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

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

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

## Comité Científico Internacional

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

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

## Coordinadora

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

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

## Consejo de Redacción

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© Lex Nova, 2013

**Lex Nova, S.A.U.**  
Edificio Lex Nova.  
General Solchaga, 3  
47008 Valladolid  
Tel. 983 457 038  
Fax 983 457 224  
E-mail: [clientes@lexnova.es](mailto:clientes@lexnova.es)  
[www.lexnova.es](http://www.lexnova.es)

## Impresión:

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

Depósito Legal: VA.680-1999

ISSN: 0211-6138

Printed in Spain - Impreso en España

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

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

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

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

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

# ÍNDICE

Página

## ARTÍCULOS

- Abuso de mayoría y de minoría en las sociedades de capital cerradas.  
*Javier Megías López* ..... 7
- Las agencias de calificación crediticia ante los nuevos retos regulatorios.  
*Juan Sánchez-Calero y Alberto Javier Tapia Hermida* ..... 51
- La subordinación de créditos de las sociedades del mismo grupo y de sus  
«socios comunes» (ámbito significado y aplicación temporal del artículo  
93.2.3º LC). *Mónica Fuentes Naharro* ..... 77

## CRÓNICA

- «Propiedad oculta» y «voto vacío» en la armonización de la transparencia  
corporativa. *María de la Sierra Flores Doña* ..... 103
- La declaración de cláusula abusiva de intereses moratorios en el proce-  
dimiento monitorio. Su impacto en el sector bancario. *Rosalía Estupiñán*  
*Cáceres* ..... 133

## JURISPRUDENCIA

- Responsabilidad del gestor de carteras de inversión. *Íñigo Damborenea*  
*Agorria* ..... 169

## NOTICIAS

1. La reforma de la ejecución hipotecaria. <i>Federico Adan Domenech</i> . . . . .	203
2. Gran Bretaña: algunos cambios concursales. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	222
3. La derogación «Hermès» ¿constituye un caso de legítima defensa? <i>Isabel Fernández Torres</i> . . . . .	223
4. Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i> . . . . .	225
5. Directrices de la ESMA sobre conceptos fundamentales de la Directiva de los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	226
6. Gran Bretaña: retribución de administradores y voto vinculante de la junta. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	228
7. STS de 20 de junio de 2013: daños indirectos causados por los administradores sociales a los socios. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i> . . . . .	228
8. Gran Bretaña: remuneración, voto en contra relevante y explicación. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	230
9. XI Seminario Harvard-Complutense: «Restructuring of the financial system and new negotiation strategies» <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i> . . . . .	231
10. Fondos de activos bancarios: Circular 6/2013 de la CNMV. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i> . . . . .	233
11. Resolución del ICAC: la quiebra del principio de empresa en funcionamiento. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	235

## BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía . . . . .	241
------------------------	-----

## RECENSIÓN

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda. <i>La responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia (agencias de «rating»)</i> , por María Cruz Mayorga Toledano . . . . .	249
--	-----

## ÍNDICE GENERAL

— Índice general del año 2013 . . . . .	253
---	-----

---

# ARTÍCULOS

---



# ABUSO DE MAYORÍA Y DE MINORÍA EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL CERRADAS<sup>(\*)</sup>

JAVIER MEGÍAS LÓPEZ

*Profesor Titular Interino  
Departamento de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

## RESUMEN

*El presente trabajo aborda uno de los principales problemas que se presentan en las sociedades de capital cerradas, como es la manifestación de conflictos permanentes e irresolubles entre los socios. La solución provista por el Derecho de sociedades se basa estrictamente en la propiedad del capital, y se arbitra a través de la regla de mayorías. Esa regla genera un riesgo de ejercicio de poder arbitrario en perjuicio de los socios que no ostentan el control. Pero las normas dispuestas para proteger a los socios minoritarios igualmente generan un riesgo de ejercicio arbitrario, en perjuicio de la sociedad. Se trata de dos vertientes del mismo problema, que evidencia paralelismos en cuanto a alguna de las soluciones propuestas.*

**Palabras clave:** *sociedades cerradas, interés social, abuso de mayoría, abuso de minoría.*

## ABSTRACT

*This work addresses one of the main problems that arise in close corporations: the presence of permanent and insoluble conflicts between shareholders. The solution provided by the company law is strictly based on capital ownership, and managed through majority rule. This rule creates a risk of arbitrary exercise of power to the detriment of non-controlling shareholders. But the rules provided to protect minority shareholders also create a risk of arbitrary exercise, to the detriment of the company. These are two sides of the same problem, which shows parallels in some of the proposed solutions.*

**Key words:** *close corporations, best interest of the corporation, shareholder oppression, obstructionism by minority shareholders.*

---

(\*) Este trabajo tiene su origen en la participación del autor en el X Congreso Harvard-Complutense *A comparative perspective on old and new problems of corporate and financial law*, celebrado en la Harvard Law School, Cambridge (Massachusetts, Estados Unidos), entre los días 24 y 27 de septiembre de 2012, con el patrocinio de Allen & Overy, Banco Santander, J&A Garrigues, Ilustre Colegio de Registradores de España, e Ilustre Colegio Notarial de Madrid, profundizando en las comunicaciones allí presentadas con título «Control shareholder abuse in close companies» y «Is the company's interest a material limit to the freedom of action?».

Este trabajo es una versión ampliada y revisada del que en mayo de 2013 obtuvo el I Premio de Investigación Reina María Cristina, modalidad de Derecho, bajo el título «Opresión y obstruccionismo en las sociedades de capital cerradas: abuso de mayoría y de minoría».

El trabajo se ha realizado en el marco del Proyecto de Investigación *Financiación de empresas en crisis en la reforma del Derecho concursal español* (DER 2011, 28586), financiado por el Ministerio de Economía y Competitividad.

## SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. CARACTERES PREDOMINANTES DE UNA SOCIEDAD DE CAPITAL CERRADA.
  - III. INTERÉS SOCIAL FRENTE A INTERÉS EXTRASOCIAL: EL DEBER DE FIDELIDAD COMO LÍMITE A LOS DERECHOS DE LOS SOCIOS.
    - 3.1. La opresión de la mayoría.
    - 3.2. El obstruccionismo de la minoría.
  - IV. LA DIFÍCIL CORRECCIÓN DE LA CONDUCTA EXTRASOCIAL EN EL RÉGIMEN ACTUAL DEL DERECHO ESPAÑOL.
  - V. ALGUNAS SOLUCIONES PROPUESTAS PARA ABORDAR LOS ABUSOS DE MAYORÍA Y DE MINORÍA EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL CERRADAS.
  - VI. CONCLUSIÓN.
  - VII. BIBLIOGRAFÍA.
- 

### I. INTRODUCCIÓN

Uno de los principales problemas de las sociedades de capital cerradas es la existencia de conflictos entre los socios producidos por sus diferentes expectativas. La idea original puesta en común en el momento de la constitución de la sociedad adquiere matices a lo largo de su existencia según la perspectiva de cada socio. El Derecho de sociedades pretende afrontar esa situación reglando la solución de los conflictos con un principio estricto basado en la propiedad, como es el principio mayoritario. De manera que el grupo de socios que alcance determinada mayoría de la propiedad del capital se encuentra en condiciones de ejercer un control sobre los designios de la empresa social. El siguiente paso de la norma societaria es proteger a los socios que no forman parte de ese grupo de control, principalmente frente a eventuales ejercicios de poder arbitrario por la mayoría en perjuicio de los demás socios, atribuyéndoles multitud de derechos para arbitrar esa tutela. Pero sucede que, como ha evidenciado la realidad más allá de la fría norma, también el minoritario ejerce su posición jurídica de forma arbitraria, generando perjuicios a la sociedad en ocasiones de extraordinaria gravedad. En el equilibrio está el reto de la regulación y su intérprete, pues la pretensión es proveer un orden que garantice el provecho razonable de todos los socios con el alcance que sugiere su inversión.

El objeto del presente trabajo es plantear el problema del abuso por la mayoría y por la minoría de su respectiva posición jurídica en la sociedad, en una perspectiva unificada de una materia que normalmente se analiza de forma separada. La teoría y la práctica certifican cómo abuso de mayoría y abuso de minoría –que simplificamos también bajo las expresiones de «opresión de la mayoría» y «obstruccionismo de la minoría»– son dos vertientes del mismo problema de extralimitación en el ejercicio de

los derechos, facultades y poderes que confiere la posición jurídica de socio, ya sea con clara superación de los límites legales, ya acogándose al amparo expreso de las normas. Es en este último caso cuando la situación se presenta más complicada, por la aparente permisión legal; en definitiva, esa apariencia se reconduce a través de límites de contenido abstracto al ejercicio de los derechos de los socios, que terminan por reconocer un infranqueable deber de fidelidad de aquéllos.

Con tal objeto se alude en primer lugar a los elementos característicos que suelen presentar las sociedades cerradas, pues es en ellas donde los conflictos entre los diferentes grupos de socios se manifiestan con mayor intensidad, precisamente por esos caracteres. Seguidamente se afronta la descripción de la cláusula del interés social como base natural del abstracto deber de fidelidad de los socios, que debe presidir en todo momento su posición y conducta en la sociedad. En este sentido, la opresión de la mayoría y el obstruccionismo de la minoría, en sus diferentes formas, no son sino manifestaciones de una vulneración de dicho deber de fidelidad por ejercicio abusivo de la posición jurídica de socio. A tal efecto, se exponen las conductas de abuso más habituales, tanto de la mayoría como de la minoría. A continuación, y sin carácter exhaustivo, señalamos las principales deficiencias de la regulación española para resolver tanto el abuso de mayoría como el de minoría. El trabajo concluye con la exposición de algunas soluciones propuestas por la doctrina española en atención a lo previsto en los ordenamientos comparados más influyentes, en las que se aprecia un inevitable paralelismo entre los remedios para opresión y obstruccionismo.

## II. CARACTERES PREDOMINANTES DE UNA SOCIEDAD DE CAPITAL CERRADA

Las situaciones de abuso de la posición jurídica de socio, tanto las opresivas de la mayoría como las obstruccionistas de la minoría, aparecen con particular vehemencia en las sociedades (de capital) cerradas, pues sus caracteres las hacen especialmente proclives al oportunismo<sup>(1)</sup>. No es, sin embargo, un producto exclusivo de las sociedades cerradas, pues igualmente en las sociedades abiertas, incluso cotizadas, se pre-

---

(1) Así ALFARO ÁGUILA-REAL, J., «Los problemas contractuales en las sociedades cerradas», en *InDret*, núm. 4, 2005, *passim*, especialmente pp. 7 y ss. En especial referencia al abuso de mayoría, VÁZQUEZ LÉPINETTE, T., *La protección de las minorías societarias frente a la opresión*, Cizur Menor, Thomson-Civitas, 2007, pp. 44-45; MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F., «Opresión de la minoría. STS 1ª de 5 de marzo de 2009 (RJ 2009, 1629)», en *RdS*, núm. 34, 2010, p. 334; MARTÍNEZ ROSADO, J., «Conductas opresivas de la mayoría frente a la minoría en las sociedades cerradas (a propósito del art. 18 de la propuesta de Reglamento de la Sociedad Privada Europea y de la Regulación Norteamericana)», en ALONSO LEDESMA, C.; ALONSO UREBA, A., y ESTEBAN VELASCO, G. (dirs.), *La modernización del Derecho de Sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, t. I, Pamplona, Aranzadi, 2011, p. 337. Refiriéndose en concreto al abuso de minoría, HERNANDO CEBRIÁ, L., «Apuntes sobre el abuso del socio minoritario en las sociedades de responsabilidad limitada», en *RDM*, núm. 283, 2012, p. 277; PULGAR EZQUERRA, J., «Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías», en *EPrints Complutense*, núm. 73, febrero de 2013, pp. 6-7.

sentan abusos<sup>(2)</sup>; pero desde luego en aquéllas la incidencia es mayor. Por ello, parece oportuno aludir siquiera sea brevemente a los elementos característicos de una sociedad cerrada tipo<sup>(3)</sup>. Caracteres presentes, por otra parte, y como no podía ser de otra manera, en las equivalentes *close corporations* estadounidenses<sup>(4)</sup>, las *private compa-*

(2) POLO SÁNCHEZ, E., «Abuso o tiranía. Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría y minoría en la sociedad anónima», en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. II, *Sociedades mercantiles*, Madrid, Civitas, 1996, p. 2271. En referencia a los abusos de minoría, RUBIO VICENTE, P., «Una aproximación al abuso de minoría en la sociedad anónima», en *RdS*, núm. 21, 2003, p. 84, destacando que en las sociedades cerradas es más sencillo que se presenten abusos en el ejercicio de derechos de minoría cualificada, mientras que en la sociedad cotizada el abuso se manifiesta en los derechos individuales del socio por la mayor dificultad de constituir minorías cualificadas. Sobre un tipo de abuso de minoría en las sociedades cotizadas, véase recientemente a FUENTES NAHARRO, M., «El «accionista depredador». Un acercamiento a la figura y problemática a partir de la experiencia comparada», en *RDBB*, núm. 128, 2012, pp. 7 y ss.

(3) Sobre dichos caracteres desde una perspectiva tipológica, VIERA GONZÁLEZ, J.A., *Las sociedades de capital cerradas. Un problema de relaciones entre los tipos SA y SRL*, Cizur Menor, Aranzadi, 2002, *passim*, especialmente ahora pp. 44 y ss., y en breve pp. 39-40; antes, GUADARRAMA LÓPEZ, E., *Las sociedades anónimas: análisis de los subtipos societarios*, 3ª ed., México D.F., Editorial Porrúa, 1999, *passim*, destacadamente pp. 61 y ss., y en breve pp. 49-53. Véase también a FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de Sociedades*, Zaragoza, Pórtico, 1977, pp. 152 y ss.

(4) En el Derecho de sociedades estadounidense la *close corporation* aparece regulada en numerosas leyes estatales, destacadamente en el Capítulo XIV de la *Delaware General Corporation Law* (en adelante *DGCL*), seccs. 341 y ss., con definición en la secc. 342; también se incluye una definición de *close corporation* en la secc. 158 del *California Corporations Code (Cal. Corp. Code)*, con disposiciones aplicables específicas en diferentes aspectos a lo largo de la ley –*vid.* seccs. 154, 186, 202(a), 204, 300, 418, 421, 602, 1111, 1201, 1800, y 1904–; y debe señalarse igualmente el influyente *Statutory Close Corporation Supplement to the Model Business Corporation Act* realizado por la *American Bar Association* en 1983. Además, se cita incesantemente el caso *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975), en el que el Tribunal Supremo del Estado de Massachusetts definió abiertamente una *close corporation* como aquella en la que hay pocos socios, que no tienen mercado para su participación, y en la que hay una sustancial mayoría de intervención de los socios en la gestión, dirección y operaciones de la empresa. En cuanto a la doctrina, es imprescindible citar a CLARK, R., *Corporate Law*, Boston, Little, Brown and Company, 1986, que dedica el último capítulo de su libro a las *close corporations*, pp. 761 y ss.; también EASTERBROOK, F.H., y FISCHER, D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1996, pp. 228 y ss.; MOLL, D.K., «Shareholder Oppression in Close Corporations: The Unanswered Question of Perspective», en *Vand. L. Rev.*, núm. 53, 2000, pp. 756 y ss.; BAINBRIDGE, S., *Corporation Law and Economics*, Nueva York, Foundation Press, 2002, pp. 797 y ss.; COX, J.; HAZEN, Th., *On Corporations*, 2ª ed., vol. II, Nueva York, Aspen Publishers, 2003, pp. 815 y ss.; WELLS, H., «The Rise of the Close Corporation and the Making of Corporation Law», en *Berkeley Bus. L. J.*, núm. 5, 2008, *passim*, desde una perspectiva histórica. Véase, además del ya citado, otro trabajo de MOLL, D.K., «Minority Oppression & the Limited Liability Company: Learning (or not) from Close Corporation History», en *Wake Forest L. Rev.*, núm. 40, 2005, pp. 888 y ss., que destaca cómo la irrupción masiva de la *Limited Liability Company (LLC)* a través de la unánime regulación estatal y la extraordinaria aceptación por la realidad empresarial, como forma societaria estructuralmente similar a la *close corporation* pero con una base legal y contractual más adecuada para sociedades con pocos socios que las leyes estatales de sociedades pensadas para grandes empresas, no ha solventado de forma adecuada los problemas que se han apreciado históricamente en aquélla; también RIBSTEIN, L.E., «Close Corporation Remedies and the Evolution of the Closely Held Firm», en *W. New Eng. L. Rev.*, núm. 33, 2011, *passim*, quien asimismo espera que en la incipiente era de la *LLC* se solventen los inconvenientes tradicionales inherentes a la *close corporation*.

nies británicas<sup>(5)</sup>, las *società chiuse* italianas<sup>(6)</sup> y las *personalistischen Kapitalgesellschaften* alemanas<sup>(7)</sup>, como referencias comparadas que más han influido en la doctrina española. Siendo así que la muy significativa presencia de este modelo societario en los países de nuestro entorno ha llevado a las Instituciones de la Unión Europea a avanzar el trabajo sobre una regulación uniforme para la conocida como Sociedad Privada Europea (SPE), que responde al mismo esquema<sup>(8)</sup>.

Como característica estructural de las sociedades cerradas se evidencia un reducido número de socios, y consecuentemente una significativa concentración de la propiedad del capital<sup>(9)</sup>. En realidad ésta es la característica que, desde un punto de vista jurídico, tiene más relevancia para las relaciones internas –entre los socios y de éstos con la sociedad–. Habitualmente se trata de socios con vínculos de confianza entre sí propios de sociedades de impronta personalista. Y lo que es más importante, esa concentración de la propiedad del capital origina núcleos claros de poder en el seno de la sociedad, regida como es sabido por el principio de mayoría<sup>(10)</sup>; poder que puede mani-

(5) Según la secc. 4(1) de la *Companies Act* 2006, «a «private company» is any company that is not a public company», con disposiciones a lo largo de la misma referidas a la *private company*; más adelante, es en la Parte 20 de la Ley –seccs. 755 y ss.– donde se instituyen las dos principales diferencias entre *public* y *private companies*, básicamente la prohibición para la *private company* de ofrecer al público acciones, y el capital mínimo exigido para la *public company*, que se fija en 50.000 libras por la normativa de desarrollo correspondiente, no pudiendo desarrollar su negocio hasta obtener un certificado del desembolso mínimo autorizado, mientras que no se prevé capital mínimo para la *private company*. Véase a HANNIGAN, B., *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2ª ed., 2009, pp. 16-20. Para un estudio completo de la *private company* bajo la *Companies Act*, 1985, vid. BOWEN, M., *Fox & Bowen on the Law of Private Companies*, Londres, Sweet & Maxwell, 2ª ed., 1995, *passim*.

(6) Vid. desde una perspectiva tipológica –la gran preocupación en Italia– a PERRINO, M., «La «rilevanza del socio» nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione», en SANTORO, V. (dir.), *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milán, 2003, pp. 111 y ss.; o CRIVELLI VISCONTI, P.G., *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, Turín, Giappichelli, 2011, pp. 1 y ss.

(7) Véase a IMMENGA, U., *Die personalistische Kapitalgesellschaft*, Wiesbaden, Athenäum, 1970, *passim*; DORSCHHEID, P., *Austritt und Ausschluss eines Gesellschafters aus der personalistischen Kapitalgesellschaft: Eine rechtsvergleichende Untersuchung im deutschen und schweizerischen Aktien- und GmbH-Recht*, Zürich, Schulthess, 1984, pp. 7-20.; y FRIEDEWALD, R., *Die personalistische Aktiengesellschaft*, Colonia, Heymann, 1991, *passim*.

(8) Véase la Propuesta de Reglamento del Consejo por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Privada Europea, de 25 de junio de 2008 [COM(2008) 396 final]. Al respecto, ESTEBAN VELASCO, G., «La sociedad cerrada europea ¿figura recurrente o alternativa a la sociedad europea?», en *RdS*, núm. 13, 1999, pp. 163 y ss., «es una sociedad *capitalista, de carácter cerrado y flexible*», p. 166; VIERA GONZÁLEZ, J., «La sociedad privada europea: una alternativa a la sociedad de responsabilidad limitada», en *RDM*, 270, 2008, pp. 1331 y ss., quien destaca cómo a pesar de la flexibilidad de régimen de la Sociedad Privada Europea, «responde en esencia a la configuración de una sociedad cerrada en sentido amplio», p. 1350; también BOQUERA MATARREDONA, J. y LATORRE CHINER, N., «La Sociedad Privada Europea», en *RdS*, núm. 33, 2009, pp. 97 y ss.

(9) Es llamativo en este sentido la limitación del número máximo de socios por las leyes societarias estadounidenses como requisito de la definición de *close corporation*, como sucede en la secc. 342 *DGCL* –máximo treinta socios–, o en la secc. 158 del *Cal. Corp. Code* –máximo treinta y cinco socios–.

(10) Vid. *infra* apartado III.

festarse sobre todo a través de un control mayoritario, pero que también es susceptible de generar posiciones de control minoritario, que en las sociedades cerradas funcionan principalmente a través de su capacidad de bloqueo<sup>(11)</sup>.

En las sociedades cerradas los socios suelen participar de forma directa en el impulso y desarrollo de la actividad empresarial. En primer lugar, habitualmente como miembros del órgano de administración de la sociedad, como trabajadores de la empresa, o como prestador de servicios de otro tipo, haciendo además de esta participación en la empresa su modo de vida, sumando a la eventual distribución periódica de dividendos una retribución por tales conceptos. Pero además de esa participación retribuida, es común también en las sociedades cerradas que el socio intervenga en las Juntas Generales, por su mayor interés en las decisiones sociales y su capacidad de influencia en las mismas<sup>(12)</sup>.

La estabilidad personal de los socios en la sociedad está reforzada por las relaciones de confianza entre ellos, pero sobre todo por la inexistencia de un mercado ágil en el que puedan desprenderse de su participación en la sociedad a un precio razonable, más allá del que componen los demás socios<sup>(13)</sup>. No existe tal mercado porque en la configuración original o subsiguiente de la sociedad los socios deciden restringir la entrada de nuevos socios, con lo que la transmisión de la participación social queda fuertemente condicionada; y además, muy significativamente, porque la inversión en la empresa social no suele resultar atractiva para capital «desconocido», para personas que no pertenecen al núcleo de confianza que la promovió. Se genera así un mercado únicamente entre los propios socios, quienes además son los que mejor pueden otorgar un valor a las cuotas de participación en la sociedad<sup>(14)</sup>.

En este contexto, el debate tipológico pierde cierta vigencia cuando las diferencias entre los dos tipos sociales con limitación de responsabilidad de los socios no presentan diferencias demasiado acusadas y admiten un amplio grado de adaptabilidad<sup>(15)</sup>. El prototipo legal de sociedad cerrada es la sociedad de responsabilidad limitada, que se presenta por la Ley como un tipo social esencialmente cerrado, aunque con más similitudes con la sociedad anónima que con las sociedades personalistas, y desde luego

---

(11) ALFARO ÁGUILA-REAL, «Los problemas contractuales...», *op. cit.*, p. 9.

(12) En este último sentido, aludiendo especialmente a la sociedad de responsabilidad limitada cerrada, HERNANDO CEBRIÁ, «Apuntes sobre el abuso...», *op. cit.*, pp. 276-277. Véase además a IMMENGA, *Die personalistische...*, *op. cit.*, pp. 40 y ss.; CLARK, *Corporate Law*, *op. cit.*, p. 762; y HANNIGAN, *Company Law*, *op. cit.*, p. 413.

(13) CLARK, *op. ult. cit.*, pp. 763 y ss.

(14) HANNIGAN, *op. ult. cit.*, pp. 413-414. Sobre la estructura económica de la *close corporation*, en relación a la inexistencia de un mercado activo y líquido para la participación en la sociedad y los problemas que de ello derivan, entre otros los relacionados con la valoración de las cuotas sociales, EASTERBROOK y FISCHER, *The Economic Structure...*, *op. cit.*, pp. 230-231.

(15) ALFARO ÁGUILA-REAL, «Los problemas contractuales...», *op. cit.*, pp. 6-7. Véanse también las interesantes reflexiones sobre el debate de VIERA GONZÁLEZ, J. A., «Las sociedades de capital cerradas y causas de separación y exclusión en la SA y en la SRL», en *RdS*, núm. 17, 2001, pp. 50-59; y anteriormente GUADARRAMA LÓPEZ, *Las sociedades anónimas...*, *op. cit.*, pp. 153 y ss.

con un régimen jurídico flexible que parcialmente desdibuja los contornos<sup>(16)</sup>. También la flexibilidad de la sociedad anónima le dota de una polivalencia funcional que permite adaptar el modelo a las necesidades y conveniencias de un número pequeño de socios estrechamente vinculados entre sí, involucrados en la actividad empresarial, que obtienen sus ingresos principalmente de la sociedad, y con un mercado limitado para la transmisión de sus acciones. De esta manera lo determinante no es tanto el tipo social elegido como la estructura interna de la propiedad, que genera conflictos entre la mayoría y la minoría; conflictos, además, estables por la idéntica estabilidad de la posición de los socios<sup>(17)</sup>. Y en virtud de tales conflictos terminan produciéndose enfrentamientos profundos en los que los socios adoptan posturas difícilmente compatibles con la causa que les llevó a contratar y con el propio fin de la empresa social.

### III. INTERÉS SOCIAL FRENTE A INTERÉS EXTRASOCIAL: EL DEBER DE FIDELIDAD COMO LÍMITE A LOS DERECHOS DE LOS SOCIOS

El problema pretende ser resuelto acudiendo al deber de fidelidad de los socios; deber de fidelidad que se proclama de todos ellos entre sí y al interés social, al interés de la sociedad<sup>(18)</sup>. Se recurre así a la cláusula de cierre del contrato de sociedad, el concepto jurídico indeterminado por excelencia del Derecho de sociedades, una noción

(16) Véase la Exposición de Motivos de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995, aludiendo como postulados generales propios del tipo el carácter híbrido, esencialmente cerrado, y flexible. Al respecto, OLIVENCIA RUIZ, M., «La caracterización legal de la sociedad de responsabilidad limitada», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. (coord.), *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid, Fundación Cultural del Notariado, 1997, pp. 148 y ss.

(17) IMMENGA, *Die personalistische...*, *op. cit.*, pp. 132-134; DORSCH, *Austritt und Ausschluss...*, *op. cit.*, pp. 39 y ss.; VÁZQUEZ LÉPINETTE, *La protección...*, *op. cit.*, pp. 44-45, no duda en señalar que la dificultad de salida de los socios en las sociedades cerradas es el germen del comportamientos abusivos de la mayoría sobre la minoría.

(18) Sobre el deber de fidelidad de los socios entre sí y hacia la sociedad, GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas (según la Ley de 17 de julio de 1951)*, Valladolid, Publicaciones de los Seminarios de la Facultad de Derecho de la Universidad de Valladolid, 1952, pp. 198-199; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *La atipicidad...*, *op. cit.*, p. 157, nota 303; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «Comentario al art. 1665», en PAZ-ARES, BERCOVITZ, DÍEZ-PICAZO y SALVADOR CODERCH (dirs.), *Comentario al Código Civil*, Madrid, Centro de Publicaciones del Ministerio de Justicia, 1991, p. 1326; *id.*, «Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», en *InDret*, núm. 4, 2010, p. 14; JUSTE MENCÍA, J., *Los «derechos de minoría» en la sociedad anónima*, Pamplona, Aranzadi, 1995, pp. 142 y ss.; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Madrid, Civitas, 1995, pp. 33 y ss.; *id.*, «Los problemas contractuales...», *op. cit.*, p. 15; ALCALÁ DÍAZ, M.A., «El conflicto de interés socio-sociedad en las sociedades de capital», en *RdS*, núm. 9, 1997, pp. 89 y ss.; VIERA GONZÁLEZ, *Las sociedades de capital cerradas...*, *op. cit.*, 2002, pp. 220 y ss.; COUTINHO DE ABREU, J.A., «Interés social y deber de lealtad de los socios», en *RdS*, núm. 19, 2002, pp. 49 y ss., señalando que «el deber “ante la sociedad” se convierte, al final, en un deber frente a los socios»; RUBIO VICENTE, «Una aproximación...», *op. cit.*, pp. 89-90; HERNANDO CEBRIÁ, «Apuntes sobre el abuso...», *op. cit.*, pp. 276 y ss. Véase también a DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., *Tutela de la minoría: impugnación de acuerdos lesivos (art. 67 LSA)*, Valladolid, Universidad de Valladolid, 1957, pp. 53-55, quien restó importancia a tal deber en las sociedades abiertas. En Alemania y en este contexto, IMMENGA, *Die personalistische...*, *op. cit.*, pp. 261 y ss.

abstracta cuya determinación es imprescindible en el caso concreto aunque no siempre fácil desde la generalidad necesaria de un planteamiento doctrinal<sup>(19)</sup>.

El ordenamiento español no define el interés social, ni enuncia pauta alguna que permita una concreción de la abstracción inherente al concepto; tan sólo utiliza la vacía locución que entiende el interés social como el «interés de la sociedad», en la pretensión de delimitar el deber de lealtad de los administradores sociales<sup>(20)</sup>. Como es sabido, detrás del concepto existe un histórico debate alimentado desde hace décadas por las teorías contractualistas e institucionalistas, o en términos más actuales –y utilizando la terminología acuñada en el ámbito angloamericano– por las teorías de la *shareholder value* y *stakeholder value*; debate que llegó al legislador de la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas operada en 2003, y que éste resolvió adoptando la posición de compromiso que representa esa vaga expresión<sup>(21)</sup>. La síntesis de la discusión consiste en la selección de los sujetos comprendidos en el concepto de interés social y el objeto pretendido por dichos sujetos. Es decir, por una parte los sujetos cuyas pretensiones ordenan la actividad empresarial; y por otra la utilidad, el bien en sentido amplio, la pretensión material idónea para satisfacer la expectativa de esos sujetos titulares. Naturalmente, sujetos y objeto están inescindiblemente vinculados.

Las teorías institucionalistas tienden a una despersonalización de la sociedad, sobre la idea de base de que el empresario social tiene un interés distinto y predominante sobre el interés de los socios participantes, identificado en abstracto con un criterio de conservación y rentabilidad de la empresa con carácter permanente. Esta concepción de la empresa como sujeto titular del interés social defiende en último término la promoción de intereses de diversos sujetos distintos de los socios, además del de éstos, en una extensión subjetiva de la orientación de la actividad empresarial hacia individuos directa o indirectamente afectados por el devenir de ésta, ya sea desde dentro de la estructura de la empresa o desde fuera de la misma, unas veces con un perfil más definido

---

(19) Se asume de inicio como evidente que el intento de dotar a la cláusula del interés social de un significado unívoco para todas las situaciones prácticas mantiene en buena medida la abstracción, que sólo puede ser resuelta atendiendo a las circunstancias específicas del caso concreto en que deba ser aplicada dicha cláusula.

(20) Art. 226 de la Ley de Sociedades de Capital de 2010 (en adelante LSC), que trae causa del art. 127 bis de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989, introducido en ésta por la Ley 26/2003, de 17 de julio. La reciente Propuesta de Código Mercantil de 17 de junio de 2013, elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación del Ministerio de Justicia, mantiene una posición de indefinición, al no contener disposiciones concretas sobre el particular; su art. 215-8 sólo dice que «los administradores deberán desempeñar lealmente el cargo con fidelidad a la sociedad», sin que existan otras referencias que aporten algo al concepto de interés social o interés de la sociedad.

(21) La norma proyectada para la reforma de 2003 entendía el interés social como el «interés común a todos los socios», recogiendo la misma expresión empleada por el art. 122 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación en 2002. La enmienda núm. 31 del Grupo Parlamentario Socialista pretendía que la pauta para comprender el interés social fuera el «interés de la empresa en su conjunto, teniendo en cuenta el de los accionistas, trabajadores, acreedores, clientes y proveedores». Finalmente se substituyó la redacción proyectada por la vigente opción intermedia, que no aporta nada al concepto jurídico indeterminado, tras prosperar la enmienda núm. 49 del Grupo Parlamentario Popular. Véase [www.congreso.es](http://www.congreso.es).

y otras evidentemente abstracto, en ocasiones con intereses de contenido no puramente económico o patrimonial: trabajadores, acreedores, clientes, proveedores, e incluso el medio ambiente o la comunidad en general<sup>(22)</sup>.

En cambio, a grandes rasgos, la teoría contractualista tiende a evitar una excesiva despersonalización de los intereses subyacentes a la organización, dotando de protagonismo absoluto al interés de los socios a la maximización del valor económico de la empresa como punto de partida imprescindible para la conformación del interés social<sup>(23)</sup>. Esta teoría es la postura dominante en nuestro país, en ausencia de una mayor claridad normativa. Desde luego es la opción seguida por la jurisprudencia<sup>(24)</sup>. También la doctrina mayoritaria entiende preferible la opción por el interés de los socios<sup>(25)</sup>;

(22) No resulta oportuno detenerse ahora en la caracterización y alcance de esta teoría. Tan sólo decir que los orígenes más influyentes proceden de la conocida teoría alemana de la *Unternehmen an sich*, afirmada por el empresario y político WALTHER RATHENAU, en su *Vom Aktienwesen- Eine geschäftliche Betrachtung*, Berlín, 1917; y singularmente desarrollada en perspectiva jurídica primero por HAUSMANN, F., *Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht*, Mannheim, 1928, pp. 9 y ss.; y más tarde, con mayor detalle, por NETTER, O., «Zur aktienrechtlichen Theorie des «Unternehmens an sich»», en AA.VV., *Festschrift für Albert Pinner zu seinen 75. Geburtstag*, Berlín, 1932, pp. 507 y ss. Con la influencia de las ideas del nacionalsocialismo, el principio fue llevado al art. 70.1 de la *Aktiengesetz* de 1937, estableciendo el deber de la administración de la sociedad de promover el interés de la empresa en tal sentido, más allá del interés exclusivo de los socios. La *Aktiengesetz* de 1965 eliminó cualquier referencia al interés que debía promover la administración de la sociedad –véase art. 76–, pero la doctrina de la época mantuvo en buena medida la concepción anterior; entre nosotros, véase ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas: derecho europeo y reforma del derecho español*, Madrid, 1982, pp. 231-237 y 586-587. Hoy en día la postura doctrinal alemana está más relajada, entendiendo una prevalencia del interés de los accionistas sobre las demás partes interesadas, acogiendo la teoría de creación de valor tolerante o *enlightened shareholder value*, FLEISCHER, H., «Shareholders vs. Stakeholders: Aktien- und übernahmerechtliche Fragen», en HOMMELHOFF, HOPT, y v. WERDER (coords.), *Handbuch Corporate Governance*, Colonia, Dr. Otto Schmidt, 2003, pp. 132-136; *id.*, «Leitungsaufgabe der Vorstands», en FLEISCHER, H. (dir.), *Handbuch des Vorstandsrechts*, Múnich, Beck, 2006, pp. 14-17; SPINDLER, G., en AA.VV., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 2, 3ª ed., Múnich, Beck, 2008, § 76, pp. 79 y ss.; SEIBT, Ch. H., en SCHMIDT, K., y LUTTER, M. (coords.), *Aktiengesetz. Kommentar*, I, Colonia, Dr. Otto Schmidt, 2010, § 76, pp. 1048-1049.

(23) Decía con claridad GIRÓN TENA, *Derecho...*, *op. cit.*, pp. 328-329, que «como cláusula general, la de lesión de intereses sociales no puede ser objeto de grandes precisiones. Conviene evitar la transpersonalización en el sentido de intereses distintos de los privados de los socios en la Sociedad».

(24) Destacamos ahora la STS núm. 120/1991 (Sala de lo Civil), de 19 de febrero; y su progenie, formada entre otras muchas por las SSTs (Sala de lo Civil) núm. 825/1998, de 18 de septiembre; núm. 193/2000, de 4 de marzo; núm. 1131/2002, de 29 de noviembre; núm. 186/2006, de 7 de marzo; núm. 400/2007, de 12 de abril; núm. 1229/2007, de 29 de noviembre; núm. 873/2011, de 7 de diciembre; y la núm. 991/2011, de 17 de enero de 2012.

(25) Véase en su día a GIRÓN TENA, *Derecho...*, *op. cit.*, p. 199; GARRIGUES, J., «La protección de las minorías en el Derecho español», en *RDM*, núm. 72, 1959, p. 266; DUQUE DOMÍNGUEZ, *Tutela de la minoría...*, *op. cit.*, pp. 68 y ss.; más recientemente ALFARO ÁGUILA-REAL, *Interés social...*, *op. cit.*, p. 53; JUSTE MENCÍA, *Los «derechos de minoría...»*, *op. cit.*, pp. 51-52; LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid, Civitas, 1996, p. 42; TRÍAS SAGNIER, M., «El sistema de protección del accionista inversor», en *RdS*, núm. 14, 2000, pp. 222; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa», en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. II, Madrid, McGraw-Hill, 2002, p. 1808; SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*,

aunque se mantienen opiniones muy significativas que pretenden la consideración de intereses de sujetos distintos de aquéllos, bien a través de una interpretación abierta de la letra de la Ley, bien con propuesta de su modificación<sup>(26)</sup>. Y el mismo camino muestran los informes y códigos españoles de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, auspiciados por la CNMV<sup>(27)</sup>.

Ahora bien, la indeterminación no queda resuelta, pues se insiste desde antiguo en que al efecto no son aceptables cualesquiera intereses de los socios, sino únicamente el interés propio de cada uno que resulte común a todos ellos, de modo que converjan en un interés único que permite la existencia misma de la sociedad<sup>(28)</sup>. La propia doctrina jurisprudencial se refiere en no pocas ocasiones al interés común de los socios como la suma de los intereses particulares de todos ellos<sup>(29)</sup>. Mas como hemos deja-

---

2ª ed., Cizur Menor, Thomson-Civitas, 2007, p. 191; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas. (Estructura de Gobierno y Mercados)*, t. II, Navarra, Aranzadi, 2006, pp. 866 y ss. y 904-906.

(26) ALONSO LEDESMA, C., «Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente», en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea: Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, Civitas, 1991, pp. 41-42 y 44-45; ALONSO UREBA, A., «El Gobierno de las Grandes Empresas (Reforma legal versus Códigos de Conducta)», en ESTEBAN VELASCO, G. (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, pp. 105-106; EMBID IRUJO, J.M., «La responsabilidad social corporativa ante el derecho mercantil», en *CDC*, núm. 42, 2004, pp. 25-28; *id.*, «Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad de los administradores de las sociedades anónimas», en *CDC*, núm. 46, 2006, pp. 23-28; ESTEBAN VELASCO, entre otros muchos lugares en «Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa (algunas consideraciones desde una perspectiva jurídico-societaria)», en AA.VV., *Responsabilidad social corporativa: aspectos jurídico-económicos*, Castellón, Universitat Jaume I, 2005, *passim*, en especial pp. 47 y ss.

(27) Véase el Informe Olivencia –págs. 18-19– y el Reglamento Tipo del Consejo de Administración de la CNMV –arts. 6 y 7–, ambos de 1998; más tarde el Informe Aldama de 2003, p. 32, aunque con matices de importancia en relación a la posible consideración de otros intereses, pp. 22 y 26-28; y la rec. 7 del hoy aplicable Código Unificado de Buen Gobierno de 2006, con aclaraciones en el comentario que la precede.

(28) GARRIGUES, J. y URÍA, R., *Comentario a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Saramán, 1953, t. II, p. 563; DUQUE, *Tutela de la minoría...*, *op. cit.*, pp. 73-74.

(29) Y así también GARRIGUES, «La protección...», *op. cit.*, p. 263. Reproducimos al respecto un párrafo de la citada STS núm. 991/2011, de 17 de enero de 2012: «La jurisprudencia de esta Sala no deja de tener en consideración criterios contractualistas –así la sentencia de 12 de julio de 1983 se refiere al interés social como «el interés común de los socios»; la 825/1998 de 18 de septiembre, reproduciendo la de 19 febrero 1991, lo hace a que «no es otro que la suma de los intereses particulares de sus socios, de forma que cualquier daño producido en el interés común del reparto de beneficios, o en cualquier otra ventaja comunitaria, supone una lesión al interés social»; la 193/2000, de 4 de marzo, a que «para que un acuerdo sea impugnabile es preciso que sea lesivo para el interés social (como suma de intereses particulares de los socios)»; la 1086/2002, de 18 de noviembre, a que «ha de entenderse que procede considerar lesión a los intereses generales de la sociedad, entendidos como intereses comunes de todos los socios»; la 186/2006, de 7 marzo, con cita de la de 11 de noviembre de 1983, que «éstos (los intereses de la sociedad) resulten de la suma de los de todos aquellos»; y la 400/2007, de 12 de abril, a que «[e]l interés social que defiende el art. 115.1 no es, efectivamente, el de los accionistas individualmente considerados (sentencias de 29 de noviembre de 2002 y 20 de febrero de 2003), sino el común a todos ellos (sentencias de 11 de noviembre de 1983, 19 de febrero de 1991, 30 de enero de 2001 y 29 de noviembre de 2002), el

do indicado al caracterizar las sociedades de capital cerradas y referir los conflictos en ellas entre los socios, la dificultad se encuentra en percibir claramente en el caso concreto ese «interés común de los socios», pues el perfil del socio no es único, y las diferentes clases de socios evidencian diversos intereses en la sociedad, en muchas ocasiones antagónicos, singularmente cuando la estructura de la propiedad del capital distingue entre socios titulares de participación de control y socios no de control<sup>(30)</sup>. De hecho, la posibilidad de que existan intereses diversos de las distintas clases de socios en atención a su participación en el capital social se entiende como un problema inherente a la propia organización interna de las sociedades, en un nivel similar al *agency problem* entre propiedad y gestión<sup>(31)</sup>; lo que no es sino una perspectiva diferente del mismo problema, como es la dificultad de concretar el común denominador del interés de los socios<sup>(32)</sup>. La simple suma, sin matices, de sus diversos intereses particulares difícilmente compone un interés común.

Y es en esa unificación del interés singular de los socios donde se retorna en parte a la vertiente institucional del interés social. El interés común de los socios coincide en

---

cual, a modo de cláusula general, permitirá integrar la relación contractual para resolver los conflictos en cada caso concreto», dando a entender que, dentro del respeto a la sociedad institución, se permite la heterointegración del pacto societario, de conformidad con lo previsto en el art. 1258 del Código Civil, que veta comportamientos contrarios a la buena fe».

(30) Con elocuencia, CALANDRA BUONAURA, V., «Funzione amministrativa e interesse sociale», en AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milán, Giuffrè, 2010, p. 103, para quien «incluso la noción de interés social entendido como «interés común de los accionistas» no puede considerarse satisfactoria y sobre todo capaz de ofrecer una orientación segura para la acción de los órganos sociales». Entre nosotros, con similar afirmación, TRÍAS SAGNIER, «El sistema...», *op. cit.*, pp. 198-203, y 222, «la identificación del interés social con el interés de los accionistas no resuelve tampoco la cuestión, ya que la categoría de accionista no es homogénea». Véase también a DUQUE, *Tutela de la minoría...*, *op. cit.*, *passim*, en breve en la p. 4; ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión...*, *op. cit.*, p. 550, «la posesión de acciones (condicionada por la cuantía de la misma) responde a motivaciones distintas en unos y otros accionistas y explica la distinta posición e intereses de los mismos»; JUSTE MENCÍA, *Los «derechos de minoría»...*, *op. cit.*, pp. 53-54; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, «El gobierno de las sociedades...», *op. cit.*, pp. 1815-1816; GARRIDO GARCÍA, J.M., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia, Publicaciones del Real Colegio de España, 2002, p. 85.

(31) Aludía GARRIGUES, J., *Nuevos hechos, Nuevo Derecho de la Sociedad Anónima*, Madrid, 1933, pp. 61 y ss., a «las antítesis fundamentales en el aspecto interno de la sociedad anónima» para referir las diferencias inconciliables que se presentan entre accionistas y administradores, y entre las distintas clases de accionistas en atención a su participación e intereses, calificándolas como inherentes a la esencia de la sociedad anónima. Desde una perspectiva actualizada y desarrollada profusamente en el marco del análisis económico estadounidense, se alude al tradicional problema de agencia de primer nivel entre accionistas y administradores, y un segundo problema de agencia entre accionistas de control y accionistas no de control, además de un tercero entre accionistas y otros sujetos interesados en la marcha de la empresa –sobre todo trabajadores, acreedores y clientes–, por todos ahora HANSMANN, H. y KRAAKMAN, R., «Agency Problems and Legal Strategies», en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Nueva York, Oxford University Press, 2004, p. 22; entre nosotros GARRIDO GARCÍA, *La distribución...*, *op. cit.*, pp. 80 y ss.; y FARRANDO MIGUEL, I., «Una aproximación al «Buen Gobierno» de las sociedades anónimas abiertas», en *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 163-165.

(32) Así WEIGMANN, R., «I doveri di collaborazione degli azionisti», en AA.VV., *L'interesse sociale...*, *op. cit.*, pp. 63 y ss.

abstracto con el objeto material o la utilidad pretendida por ellos para satisfacer sus expectativas en la sociedad, y en definitiva en las sociedades de capital lucrativas éste tiene un contenido económico o patrimonial<sup>(33)</sup>. Partiendo de lo general a lo concreto, el objeto del interés social se entiende como el aumento continuado del patrimonio neto de la sociedad derivado de la actividad empresarial, siendo éste el punto de referencia de un principio de maximización del valor económico de la empresa a largo plazo<sup>(34)</sup>. Se trata de un principio afirmado en sede de sociedades anónimas abiertas, sin que haya motivos que cuestionen su plena validez para las sociedades cerradas.

Por tanto, en la delimitación del interés social, la sociedad como institución, como persona jurídica distinta de cada uno de sus socios, juega el importante papel de unificar los respectivos intereses de éstos. El concepto de interés social parte de una base contractual que entiende como sujetos titulares del mismo únicamente a los socios: son ellos los directamente beneficiados por el resultado de la actividad empresarial, y los legitimados para reclamar la promoción de su interés en la sociedad y la reparación del perjuicio causado a éste. Si bien, para dotar de contenido material al concepto, en la pretensión de un interés común de los socios, se recurre a caracteres propios de la teoría institucionalista: entra en juego el incremento sostenido de la eficiencia patrimonial de la sociedad como utilidad de la persona jurídica que en abstracto trasciende de la propia de los socios<sup>(35)</sup>. En último término, la conjunción de los sujetos y el objeto

---

(33) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Creación de valor...», *op. cit.*, pp. 857 y ss. y 881-882. Vid. también a DUQUE, *Tutela de la minoría...*, *op. cit.*, pp. 81-82. Apuntó JAEGER, P.G., «L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)», en *Giur. Comm.*, núm. 27.6, 2000, p. 803, que deben excluirse los intereses sin contenido económico determinable.

(34) Al respecto, *vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Creación de valor...», *op. cit.*, pp. 889 y ss., quien destaca la desvinculación entre creación de valor y el precio bursátil de la acción en un momento determinado. También así el Informe Aldama de 2003, p. 22. Ya se refería el Informe Olivencia de 1998 a la «maximización del valor de la empresa», p. 19, con una perspectiva a largo plazo según PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo», en *RdS*, núm. 20, 2003, p. 103. E igualmente se pronuncia el Código Unificado de Buen Gobierno de 2006, para el que «el interés de la compañía (es) entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa», rec. 7. En Italia, CALANDRA BUONAURA, «Funzione amministrativa...», *op. cit.*, pp. 108 y ss., habla de creación de valor para los accionistas sostenible en el tiempo. En términos generales, la perspectiva exclusivamente o predominantemente cortoplacista de la creación de valor genera rechazo, por diversos problemas, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *op. ult. cit.*, pp. 886 y ss.; GARRIDO GARCÍA, *La distribución...*, *op. cit.*, pp. 122-124; ESTEBAN VELASCO, «Interés social...», *op. cit.*, pp. 40-43. Y desde la perspectiva económica española, RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M., *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*, Madrid, Akal, 2003, pp. 28-35.

(35) Algunos autores italianos recientes hablan de una convivencia de la teoría contractualista con un neoinstitucionalismo, MONTALENTI, P., *La società quotata*, Padua, Cedam, 2004, p. 62; *id.*, «Amministrazione e amministratori nella riforma del diritto societario», en RESCIGNO, M. y SCIARRONE ALIBRANDI, A. (coords.), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milán, Giuffrè, 2004, pp. 61-62; *id.*, «Interesse sociale e amministratori», en AA.VV., *L'interesse sociale...*, *op. cit.*, 2010, pp. 99-100; COSSU, M., *Società aperte e interesse sociale*, Turín, Giappichelli, 2006, especialmente p. 312. Vid. también a QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., «Los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad. En particular, los conflictos de interés y las operaciones vinculadas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas. (Estructura de Gobierno y Mercados)*, t. II, Navarra, Aranzadi, 2006, p. 956.

del interés social exige que la actividad empresarial sea siempre capaz de establecer un vínculo razonable entre la maximización del valor económico de la empresa y la concreción de las expectativas económicas de los socios, de manera que aquél pueda repercutir en concreto en un aumento de valor para éstos<sup>(36)</sup>. La contraposición pura entre contractualismo e institucionalismo no es exacta en la realidad actual de las sociedades de capital, pues ninguna de las dos teorías tradicionales responde adecuadamente y por sí sola a la misma<sup>(37)</sup>.

En la construcción teórica del Derecho de sociedades, la forma preferente para repercutir el valor económico de la empresa al interés económico del socio es a través del reparto de las ganancias sociales por medio de la distribución de dividendos, pero también pudiera obtenerse igualmente con la realización del valor real de la participación en la sociedad. Nótese cómo estas opciones muestran concreciones relativamente contrapuestas del interés del socio, pues mientras la distribución de dividendos estimula el mantenimiento de la participación y por tanto su permanencia en la sociedad, la realización del valor real incentiva su salida y la pérdida de la condición de socio<sup>(38)</sup>. En ambos casos no implica que el incremento de valor deba ser inmediato, pues no se niega la posibilidad de destinar a corto plazo los beneficios sociales a otros fines que promuevan el incremento a largo plazo del valor de la empresa, y por tanto la expectativa económica concreta de los socios –en puridad, retrasando su concreción–, como la conclusión de nuevas inversiones o una razonable dotación de reservas<sup>(39)</sup>.

Lo que está claro es que los socios participan en la sociedad para satisfacer un interés privado, propio de cada uno. El problema en el caso concreto será determinar si, en el ejercicio de sus derechos en la sociedad, el socio promueve un interés pro-

(36) DUQUE, *Tutela de la minoría...*, *op. cit.*, pp. 73-75. Según JAEGER, P.G., *L'interesse sociale*, Milán, Giuffrè, 1964, pp. 197-198, la actividad económica de la sociedad es el instrumento por el cual los socios ven satisfecho su interés final de obtención de lucro, participando ambos elementos en la causa del contrato de sociedad. En un contexto diverso, pero destacable ahora, véase ALFARO ÁGUILA-REAL, *Interés social...*, *op. cit.*, p. 36, restando importancia a la sociedad persona jurídica como destinataria del deber de fidelidad de los socios, apuntando que sólo pueden serlo los otros socios: la alusión a la fidelidad hacia la persona jurídica sirve para manifestar diferentes concreciones del deber de fidelidad frente a los demás socios.

(37) GALGANO, F. y GENGHINI, R., *Il nouvo diritto societario*, 3ª ed., Pádua, Cedam, t. I, 2006, p. 60; MONTALENTI, «Interesse sociale...», *op. cit.*, 2010, pp. 98-100; véase también a COTTINO, G., «Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)», en AA.VV., *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, vol. III, *Diritto Commerciale, Società*, t. I, Milán, Giuffrè, 2005, pp. 2240-2243. Por su parte, ESTEBAN VELASCO, «Interés social...», *op. cit.*, pp. 47 y ss., defiende que la perspectiva a largo plazo con que se entiende el interés social atenúa el antagonismo entre las teorías tradicionales sobre el mismo.

(38) JAEGER, «L'interesse sociale...», *op. cit.*, 2000, pp. 803, y 811-812.

(39) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Creación de valor...», *op. cit.*, p. 889. Por su parte, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, «El gobierno de las sociedades...», *op. cit.*, p. 1807, nota 4, desconfía de fórmulas como «crecimiento de la empresa, solidez de su estructura financiera, estabilidad, etc». pues «con frecuencia se utilizan como caballos de Troya para justificar decisiones que no están adoptadas precisamente en atención de los intereses de los accionistas».

pio perteneciente a la causa del contrato o bien un interés propio ajeno a ésta; pues en el primer caso su interés privado pertenece al interés social y está amparado por éste, mientras que en el segundo vulnera el deber de fidelidad y precisa un remedio adecuado por parte del Derecho. En otras palabras, atendiendo a las circunstancias del caso concreto, el interés social ampara conductas egoístas del socio que sean razonables para la maximización del valor económico de la empresa, pues con un fin privado participa en la sociedad; el deber de fidelidad del socio al interés social debe ser compatible «con una razonable consideración de sus intereses como propietario privado»<sup>(40)</sup>. Más allá de esa razonabilidad de la conducta, el interés particular abandona el interés social y forma parte de un «interés extrasocial» incompatible con la causa común del contrato<sup>(41)</sup>.

Tomando las anteriores consideraciones como base, es posible distinguir dos tipos de conflictos entre los socios, cuya diferenciación es esencial para valorar el respeto por el socio de su deber de fidelidad o bien su vulneración. Por una parte, el conflicto puede producirse entre intereses particulares de los distintos socios que, a pesar de ser incompatibles simultáneamente entre sí, se estiman legítimos por separado, pues componen razonablemente la causa del contrato, siendo todos susceptibles de ser incluidos en el interés social. El segundo tipo de conflicto evidencia una incompatibilidad simultánea entre un interés privativo no razonable –extrasocial– de los socios y el interés social<sup>(42)</sup>. La cuestión es si el Derecho español afronta correc-

---

(40) En palabras de PAZ-ARES RODRÍGUEZ, «La responsabilidad...», *op. cit.*, p. 78, que añade en referencia a los deberes del accionista significativo que «no pueden entrañar sacrificios desproporcionados para el accionista; no pueden «funcionalizar» enteramente sus derechos de decisión al «interés social». Apuntaba GIRÓN TENA, *Derecho...*, *op. cit.*, p. 190, que la tutela legal de la minoría es «en interés del socio, pero con tal de que sea interés en la Sociedad y no intereses suyos, extraños a la Sociedad»; y añade más adelante, en referencia a la impugnación de acuerdos, que «como la Ley no distingue clases de intereses, hay que entender que los privados de los accionistas no sociales quedan subordinados a los también privados de carácter social, en caso de conflicto entre ellos», p. 328. Para DUQUE, *Tutela de la minoría...*, *op. cit.*, pp. 73-75, el interés de la sociedad se entiende como la suma de los intereses de los socios «a condición de que éstos se entiendan sociales», y «el socio actúa en la sociedad para satisfacer un interés propio, individual, que coincide con el social, de cuya satisfacción habrá de obtenerse la satisfacción de aquel». Por su parte, GARRIGUES, «La protección...», *op. cit.*, p. 263, aludía a que «el interés común es la suma de los intereses particulares de los socios, pero también es cierto que para componer ese interés común el socio ha hecho dejación de una parte de su interés egoísta, sacrificándolo, en cierto modo al interés social».

(41) GALGANO, *Il nuovo...*, *op. cit.*, p. 59, entiende el «interés extrasocial» como el interés privado de los socios extraño a la causa del contrato de sociedad; ya emplearon dicha expresión en igual sentido MINERVINI, G., «Sulla tutela dell'»interesse sociale» nella disciplina delle deliberazioni assembleari e di consiglio», en *Riv. Dir. Civ.*, 1956, II, p. 320; JAEGGER, *L'interesse sociale*, *op. cit.*, 1964, pp. 87 y ss.; y el propio GALGANO ya en *Le società per azioni, le altre società di capitali, le cooperative*, Bolonia, Zanichelli, 1973, p. 156. Vid. igualmente a GARRIGUES, *op. ult. cit.*, p. 265, refiriéndose en 1959 al «conflicto entre el interés social común y el interés extrasocial egoísta de un accionista aislado o de un grupo de accionistas»; y antes GIRÓN TENA, *Derecho...*, *op. cit.*, p. 310. Señaló DUQUE, *Tutela de la minoría...*, *op. cit.*, p. 102, que «el perjuicio de los intereses privados de los accionistas –tanto los pertenecientes a la esfera jurídico privada como los extrasociales– sólo se justifica cuando, habiéndose perseguido el interés social, éste se haya efectivamente satisfecho».

(42) Distingue también esos dos tipos de conflictos SÁNCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses entre socios en sociedades de capital*. (Art. 52 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo), Elcano, Aranzadi, 2000,

tamente esa disyuntiva entre conflictos en el interés social –entre intereses razonables de los socios– y conflictos con el interés social –entre intereses extrasociales por no razonables e intereses razonables–.

La respuesta parte de la concepción más elemental de la teoría orgánica de las personas jurídicas: en cada caso en que deban pronunciarse, los órganos sociales tienen encargada la tarea de valorar cuál es el interés que se presume común entre las diferentes preferencias privadas y razonables de los socios, de manera que la expresión de la voluntad de la sociedad a través de la voluntad del órgano equivalga a la promoción del interés social. Ese planteamiento natural de la teoría orgánica quiebra parcialmente con una mínima devaluación de la unidad del órgano, pues es evidente que sus miembros expresan de hecho su propia voluntad en la formación de la voluntad imputada al órgano y consecuentemente a la sociedad<sup>(43)</sup>. Debe acudir entonces a la actitud de cada componente del órgano respectivo. Cada órgano presenta sus específicos problemas para valorar si sus miembros han adoptado una postura contraria al interés social que origine la necesidad de promover un remedio adecuado. En el caso del órgano de administración, en el que no nos detendremos ahora, la dificultad de valoración deriva sobre todo del amplio margen de discrecionalidad concedido en la adopción de las decisiones de gestión, tanto en el contexto de su deber de lealtad como especialmente en el ámbito del deber de diligencia y el estándar de conducta del ordenado empresario<sup>(44)</sup>. El problema en el caso de la Junta General es básicamente que está compuesta por los sujetos titulares del interés social, y en la formación de la voluntad del órgano –de la sociedad– sus miembros resuelven sobre intereses propios susceptibles de integrar el interés social. La solución se provee con la regla de mayorías en la adopción de los acuerdos para la formación de la voluntad de la Junta, como principio esencial de funcionamiento de la organización corporativa propia de las sociedades de capital. A través de dicha regla la voluntad del órgano se forma con la unificación de aquellas voluntades individuales de los socios expresadas a través de su voto y homogéneas en cuanto a su contenido, de modo que el resultado agregado alcance la mayoría establecida en la norma jurídica<sup>(45)</sup>. En la solución que propone esta regla de mayorías se manifiesta, finalmente, el problema, pues se basa en una presunción de que el interés social equivale a esa pluralidad cualificada de voluntades particulares de contenido idéntico que unifican en el acuerdo la voluntad del órgano; pero en realidad sólo será así en la medida en que la voluntad de la mayoría sea razonable en un sentido objetivo, pertenezca a la causa del contrato de sociedad, ya que la promoción de intereses ilegítimos es siempre extrasocial a pesar

---

pp. 161 y ss. –«conflicto entre el interés social y el interés extrasocial de un socio»–, y 182 y ss. –«conflictos entre intereses societarios opuestos»–.

(43) GIRÓN TENA, *Derecho...*, *op. cit.*, p. 268.

(44) Entre otros muchos, *vid.* a LLEBOT MAJÓ, *Los deberes...*, *op. cit.*, pp. 46-47; ESTEBAN VELASCO, «Interés social...», *op. cit.*, pp. 21-22; EMBID IRUJO, J.M., «Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad de los administradores de las sociedades anónimas», en *CDC*, núm. 46, 2006, p. 16; SÁNCHEZ CALERO, *Los administradores...*, *op. cit.*, 2007, p. 189.

(45) GIRÓN TENA, *Derecho...*, *op. cit.*, pp. 279-280. Recientemente SÁNCHEZ LINDE, M., *El Principio de Mayoría en la Adopción de Acuerdos de la Junta General de la Sociedad Anónima*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, pp. 80-87.

del consenso de la mayoría<sup>(46)</sup>. La opción de la mayoría, por tanto, no siempre equivale al interés social<sup>(47)</sup>.

De modo que la solución no es perfecta<sup>(48)</sup>. No cabe duda de que cuando se presenta un conflicto de la primera clase, entre los intereses razonables de los socios por ser pertenecientes todos a la causa del contrato –conflicto en el interés social–, la regla de la mayoría en la adopción de acuerdos es la solución más adecuada dentro de esa imperfección inherente a la organización, a la inexistencia real de un interés común; pues para este tipo de conflictos está pensada la regla. En este sentido, se concede un margen de discrecionalidad en la adopción de decisiones por los socios, sujeto al único límite de su deber de fidelidad: mientras ese límite sea respetado, la decisión adoptada de acuerdo a las reglas de formación de voluntad del órgano será inatacable<sup>(49)</sup>.

Pero esa regla de la mayoría propicia los conocidos como abusos de los socios, ya sean de mayoría o de minoría<sup>(50)</sup>; abusos que deben ser entendidos como situaciones de conflicto en las que un interés extrasocial ordena la voluntad de la sociedad, por tanto primando en su manifestación concreta sobre el interés social: la posibilidad de dominar el poder de decisión de la Junta General es susceptible de generar situaciones

---

(46) Seguimos con el argumento, todavía vigente, de GIRÓN TENA, *op. ult. cit.*, p. 274, «el fundamento del principio mayoritario estriba en la consideración de que los más reflejarán el interés social –*maior pars, melior pars*–, tomando como explicación de su eficacia la esperanza de que a mayor riesgo en la empresa, mayor interés por ella. Estas coincidencias de intereses no pasan de ser presuntas y, por tanto, será posible la discusión de casos, en que se producen discordancias». Véanse también las consideraciones del autor en las pp. 198-199, y 310.

(47) JAEGER, *L'interesse sociale*, *op. cit.*, 1964, pp. 96-97, añadiendo que en las decisiones de la Junta el voto de cada socio no es libre, sino que ha de respetar el interés social, p. 99. También GALGANO, *Il nuovo...*, *op. cit.*, p. 59, para quien «la mayoría es árbitra de votar a placer propio: árbitra de perseguir una política de eficiencia productiva, con sacrificio del interés al dividendo, o de perseguir una política de altos dividendos, con sacrificio de la eficiencia productiva; pero debe, en todo caso, escoger el interés a perseguir entre los pertenecientes a la causa del contrato de sociedad: no puede, por el contrario, abusar de la propia posición de poder para realizar intereses propios extrasociales». Entre nosotros, además de la cita de la nota anterior, GARRIGUES, «La protección...», *op. cit.*, p. 263; ALFARO ÁGUILA-REAL, *Interés social...*, *op. cit.*, pp. 38 y ss.; ALCALÁ DÍAZ, «El conflicto de interés...», *op. cit.*, pp. 124-125; ARROYO MARTÍNEZ, I., «Reflexiones en torno al interés social», en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. II, Madrid, McGraw-Hill, 2002, pp. 1853-1854; RUBIO VICENTE, «Una aproximación...», *op. cit.*, pp. 89-90. *Vid.* también COUTINHO DE ABREU, «Interés social...», *op. cit.*, pp. 41-42.

(48) ALFARO ÁGUILA-REAL, «Los problemas contractuales...», *op. cit.*, p. 4.

(49) PAZ-ARES RODRÍGUEZ, «Fundamento de la prohibición...», *op. cit.*, pp. 12-14, que se refiere a una especie de «*business judgment rule* aplicable a las decisiones de la asamblea», cuya excepción o límite es el deber de fidelidad, añadiendo que «este juego de regla-excepción es el que permite afirmar que el interés social lo define la mayoría y, a la vez, que la mayoría está sujeta al interés social», y que «debe recordarse que el accionista y, en general, cualquier socio tiene un deber de lealtad frente a sus consocios que le obliga, sobre todo en caso de preeminencia e influencia, a no emitir su voto sin tomar en consideración mínimamente los intereses de los otros. Las reglas del juego, como sabemos, no autorizan al accionista a perseguir incondicionalmente sus intereses cuando ello suponga una lesión injustificada del interés social (del interés de los otros)».

(50) Se pronuncia al respecto, con claridad, NUZZO, A., *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Turín, Giappichelli, 2003, pp. 1-2.

de abuso por vulneración del deber de fidelidad<sup>(51)</sup>. El principal problema es valorar si la postura del socio es extrasocial o no, si es o no razonable y legítima; y partiendo de una valoración adecuada, instituir los remedios más eficaces y eficientes para los interesados –los perjudicados por el abuso–. A continuación vamos a referir por separado ambos tipos de conflictos de intereses extrasociales con el interés social, generados respectivamente a partir del abuso por la mayoría o por la minoría de una posición de control más o menos intensa en la sociedad, aún cuando responden al mismo planteamiento apoyado en la vulneración del deber de fidelidad de los socios.

### 3.1. La opresión de la mayoría

Naturalmente, la primera concesión que hace la regla de la mayoría es facilitar a la cuota cualificada de socios que la alcancen el ejercicio de una presión ilegítima a los socios que no tienen capacidad de influir en las decisiones de la sociedad<sup>(52)</sup>. La misma regla da pie a los socios de control a promover intereses extrasociales en los acuerdos de la Junta General con apariencia de intereses legítimos gracias a la confusión entre voluntad social e interés de la sociedad. En esa confusión cimentan los socios de control su posición de abuso u opresión hacia la minoría.

Las conductas opresivas de la mayoría pretenden en síntesis relegar el interés de los socios no pertenecientes al grupo de control para obtener con exclusividad los beneficios generados por la actividad empresarial, con la finalidad última de lograr la salida de los socios oprimidos adquiriendo su participación por un precio inadecuado, causándoles en definitiva un perjuicio tanto durante el mantenimiento de su participación en la sociedad como en el momento de la salida<sup>(53)</sup>. Dicho de otro modo, se trata de un ejercicio impropio del poder mayoritario causando dolosamente un perjuicio a la minoría.

(51) IMMENGA, *Die personalistische...*, *op. cit.*, pp. 261 y ss.

(52) MOLL, «Minority Oppression...», *op. cit.*, 2005, pp. 895 y ss., identifica la regla de la mayoría como uno de los cuatro factores clave en el desarrollo de prácticas opresivas por la mayoría hacia la minoría en las sociedades cerradas, además de la dificultad de salida del socio minoritario, la amplitud de la *business judgment rule* en manos de la mayoría a través de su control del órgano de administración, y la imprevisión por parte de la minoría del riesgo de que la mayoría ejerza su poder a través de la opresión –sobre todo al no cubrirse contractualmente de forma apropiada antes de participar en la sociedad, típicamente por las relaciones de confianza recíproca entre los socios, pero también por un menor conocimiento de los negocios y las normas–. *Vid.* igualmente a O'NEAL, F.H. y THOMPSON, R.B., *O'Neal and Thompson's Oppression of Minority Shareholders and LLC Members: Protecting Minority Rights in Squeeze-Outs and Other Intracorporate Conflicts*, 2ª ed., Thomson-West, 2004, vol. 1, secc. 3:2; y en Portugal a TRIUNFANTE, A.M., *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas. Direitos de Minoria Qualificada. Abuso de Direito*, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, 391 ss. También a HERNANDO CEBRIÁ, L., «Del socio de control al socio tirano y al abuso de la mayoría en las sociedades de capital», en *RdS*, núm. 37, 2011, pp. 176-182.

(53) MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, «Opresión de la minoría...», *op. cit.*, p. 335; MARTÍNEZ ROSADO, «Conductas opresivas...», *op. cit.*, pp. 331 y ss. En la doctrina estadounidense, véase a MITCHEL, L.E., «The Death of Fiduciary Duty in Close Corporations», en *U. Pa. L. Rev.*, núm. 138, 1990, *passim*, especialmente notas 19 y 168 y texto que acompañan; y ART, R.C., «Shareholder Rights and Remedies in Close Corporations: Oppression, Fiduciary Duties, and Reasonable Expectations», en *J. Corp. L.*, 2003, núm. 28, pp. 376 y ss., destacando las diferentes maneras en las que los Tribunales estadounidenses han entendido la opresión de la mayoría a la minoría.

Estos comportamientos se manifiestan en la práctica de muy diverso modo<sup>(54)</sup>. Entre las medidas más habituales utilizadas por la mayoría la práctica muestra conductas orientadas a limitar o impedir a los minoritarios la obtención de ingresos provenientes de la empresa, destacadamente con la privación del derecho a participar en las ganancias sociales a través de una política continuada de no reparto de dividendos a pesar de encontrarse en una situación económica favorable. En esta misma categoría se incluye la separación del cargo de administrador de los socios minoritarios, y en un nivel diferente pero con similar repercusión económica, el despido o resolución de la relación de éstos cuando sean empleados de la empresa o bien otro tipo de prestador de servicios. Además, en el caso de la separación del cargo de administrador, se cercena la participación activa del socio minoritario en la gestión social. De este corte también destaca, en el plano de los derechos políticos de los socios, la privación ilegítima y continuada del derecho de información, así como la obstaculización del conocimiento de la convocatoria de la Junta General dificultando el acceso por medio de una más compleja forma de convocatoria. Y desde luego, la dilución de la posición jurídica y económica del socio minoritario en la sociedad a través del aumento de capital, financieramente no justificado, ya sea en un único acto o bien en sucesivos incrementos, en una operación a la que previsiblemente no acudirá el minoritario por no tener incentivos suficientes en su situación de oprimido, o bien porque se suprime el derecho de preferencia «en interés de la sociedad».

En casi la totalidad de los casos en que se verifican estas y otras conductas opresivas directas se manifiesta paralelamente un comportamiento de los socios de control dirigido a la obtención de la sociedad de ventajas económicas indebidas, que en ciertos supuestos son indispensables para éstos por la eliminación de otras vías retributivas como parte de su estrategia de opresión –singularmente, el reparto de ganancias–. Así, destaca la retribución desmedida que obtienen los socios del grupo de control o personas estrechamente vinculadas a ellos por el ejercicio del cargo de administrador, por su condición de empleado o por prestación de servicios de diverso tipo. Pero también el uso (exclusivo, no compartido) de activos sociales con fines personales, e incluso con el objeto de ejercer una actividad económica en competencia con la sociedad. En este sentido, el extremo es la usurpación de las oportunidades de negocio de la sociedad, el desvío de clientela a otra empresa en la que no participa el minoritario, e incluso la aportación de rama de actividad a dicha empresa por un importe inferior al valor real. Desde luego, se presentan igualmente casos de conflicto de interés por compraventas de activos infra o sobrevalorados entre socio de control y sociedad.

Naturalmente, muchas de estas conductas han encontrado respuesta en normas legales orientadas a tutelar a la minoría, señaladamente a la minoría cualificada que ostente

---

(54) Nos remitimos en este punto a las consideraciones que presentan en sus respectivos estudios, con mayor detalle y cita de casos, VÁZQUEZ LÉPINETTE, *La protección...*, *op. cit.*, pp. 32-44; MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, *op. ult. cit.*, pp. 335-341; y MARTÍNEZ ROSADO, *op. ult. cit.*, pp. 334-335; y HERNANDO CEBRIÁ, «Del socio de control...», *op. cit.*, pp. 184 y ss. Véase también a FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *La atipicidad...*, *op. cit.*, pp. 153 y ss., nota 303. En el contexto estadounidense, con amplia exposición de las técnicas opresivas más habituales, O'NEAL y THOMPSON, *op. cit.*, vols. 1 y 2, caps. 3 a 6. Y en Portugal TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, *op. cit.*, pp. 397-398.

un determinado porcentaje del capital de la sociedad<sup>(55)</sup>. Pero la realidad ha mostrado en buena parte de los casos la eficacia limitada de tales normas, no sólo por la imperfección de la norma en sí, sino porque los Tribunales son reacios a intervenir en los conflictos internos de la vida societaria cuando no hay pruebas palmarias del comportamiento abusivo<sup>(56)</sup>. Y a ello se suma, en términos generales, el desincentivo para litigar que tiene el socio oprimido, básicamente por el coste económico que implica sumado a esa reticencia judicial<sup>(57)</sup>. El problema es, como decimos en nuestro planteamiento, entender que el conflicto interno es de delimitación de los intereses razonables predominantes en la cláusula del interés social y que debe resolverse en supuestos aislados por la regla de mayorías o se someten estrictamente a la ineficaz solución instituida por la norma. En ocasiones no se percibe con claridad la línea que separa los conflictos en el interés social de los conflictos entre intereses extrasociales y el interés social, generándose la duda de si la conducta de los socios de control promueve un interés legítimo y pertenece al interés social, o bien es ilegítimo –extrasocial– y en consecuencia origina un conflicto de interés que precisa de un remedio adecuado<sup>(58)</sup>. Y esa delimitación se complica cuando hay intervención de la Junta General al respecto. La difícil valoración de la razonabilidad del acuerdo respectivo le corresponde en último término, tras la intervención de los órganos sociales, a los Tribunales. Frente a la situación concreta objeto de disputa, el cometido del juez consiste en discriminar si, a la luz de todas las circunstancias concurrentes, la postura de la mayoría es razonable en términos de interés social, o si por el contrario promueve un interés extrasocial. En caso de tratarse de un conflicto de intereses legítimos de los socios, el juez no debe intervenir para corregir una decisión adoptada de conformidad a los requisitos legales de formación de la voluntad social, amparada en su contenido por la discrecionalidad de los órganos en la determinación del interés social. Pero precisamente la excepción a dicha discrecionalidad se encuentra en el abuso del principio mayoritario con la finalidad de alcanzar intereses extrasociales, como hemos apuntado más arriba<sup>(59)</sup>.

### 3.2. El obstruccionismo de la minoría

Frente a los señalados casos de abuso de mayoría, que tienen su origen en el sistema de distribución del poder en las sociedades de capital basado en la regla de ma-

(55) Ampliamente, JUSTE MENCÍA, *Los «derechos de minoría»...*, *op. cit.*, *passim*; SÁNCHEZ RUIZ, *Conflictos de intereses...*, *op. cit.*, pp. 128 y ss.; MARTÍ LACALLE, R., *El ejercicio de los derechos de minoría en la sociedad anónima*, Cizur Menor, Aranzadi, 2003, *passim*.

(56) ALFARO ÁGUILA-REAL, «Los problemas contractuales...», *op. cit.*, p. 10.

(57) MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, «Opresión de la minoría...», *op. cit.*, p. 340.

(58) Salvo las conductas claramente desleales e ilegales, los ejemplos posibles son tan dispares como casos concretos, pero podemos destacar ahora la justificación en un presunto interés de la sociedad de la retención sistemática de ganancias con fines empresariales de diverso tipo, o el aumento de capital con o sin exclusión del derecho de preferencia para reforzar financieramente a la sociedad con fondos propios de cara a nuevas actividades.

(59) Sobre el control judicial del respeto al interés social y los problemas de ese control sobre la autonomía societaria, ALONSO LEDESMA, «Algunas consideraciones...», *op. cit.*, pp. 55 y ss. *Vid. también supra* nota 49, donde citábamos a PAZ-ARES RODRÍGUEZ, «Fundamento de la prohibición...», *op. cit.*, pp. 12-14. Véase igualmente a ALCALÁ DÍAZ, «El conflicto de interés...», *op. cit.*, pp. 125-126.

yorías, en las sociedades de capital –destacadamente en las cerradas– se reproducen supuestos en los que es una minoría quien adopta una postura extrasocial, es decir, de promoción de un interés particular no perteneciente a la causa del contrato y susceptible de perjudicar el interés de la sociedad. El sistema adoptado de distribución del poder, basado en un criterio de propiedad cualificada, pretende su equilibrio dotando de importancia a los propietarios que no alcanzan la cuota suficiente para promover con eficacia su interés durante la vida de la sociedad, garantizando parcialmente la consecución de sus expectativas, pero sobre todo tutelando éstas frente a los eventuales abusos de poder por los propietarios que lo ostentan. La tutela de las minorías es necesaria mientras rija la regla de mayoría como criterio de distribución de poder; y ambos, principio mayoritario y tutela de la minoría, son deudores de la cláusula del interés social: se presume que la mayoría promueve el interés social, salvo prueba en contrario; y se tutela a la minoría porque tiene expectativas legítimas en la sociedad que no puede alcanzar por carecer de poder de decisión efectivo<sup>(60)</sup>. Sin embargo, la búsqueda de ese equilibrio a través de una tutela del minoritario tiene como contrapartida el riesgo de que éste también se aproveche de esa preocupación del legislador y utilice su posición jurídica para promover intereses extrasociales, con el fin por tanto de obtener resultados no consecuentes con la causa y el fin común que les llevó a contratar, y en definitiva perjudiciales para la sociedad<sup>(61)</sup>.

El mero hecho de conceder derechos a los socios individualmente considerados genera como decimos ese riesgo, pero adquiere singular relieve cuando se trata de derechos atribuidos a una minoría cualificada. De modo que si bien el abuso puede provenir tanto de la minoría en sentido amplio como de la minoría en sentido estricto, ésta tiene más opciones para ejercer su comportamiento extrasocial: las que le proporcionan los derechos inherentes a la condición de socio, y además las exclusivas prove-

---

(60) Señaló JUSTE MENCÍA, *Los «derechos de minoría»...*, *op. cit.*, p. 56, que «vigente el principio mayoritario, siempre se presentarán problemas de tutela de la minoría, como ya se ha señalado; en su solución, precisamente porque el mismo principio mayoritario se otorga, entre otras razones, para hacer posible la satisfacción del interés social, no podrá nunca dejarse de prestar atención a éste. Parece razonable que las normas relativas a las relaciones internas de la sociedad estén siempre subordinadas a la consecución del fin común, sin dar entrada a conflictos de otra índole, que sólo tendrán en la búsqueda de aquél un reflejo legislativo». En igual sentido, MARTÍ LACALLE, *El ejercicio...*, *op. cit.*, pp. 86-88.

(61) *Vid.* JUSTE MENCÍA, *op. ult. cit.*, pp. 142 y ss.; RUBIO VICENTE, «Una aproximación...», *op. cit.*, pp. 81-82, y 85; HERNANDO CEBRIÁ, «Apuntes sobre el abuso...», *op. cit.*, pp. 279-280. Véase además a BOIZARD, M., «L'abus de minorité», en *Rev. Soc.*, 1988, pp. 367 y 378-379, destacando que los derechos de tutela de la minoría frente a la regla de mayorías son el germen del abuso por dicha minoría, y que el aumento de protección de los débiles frente a los fuertes incrementa la tentación de abusar de sus derechos; también EASTERBROOK y FISCHER, *The Economic Structure...*, *op. cit.*, pp. 247-248, para quienes un mismo derecho protege a la minoría del comportamiento oportunista de la mayoría y genera incentivos para que aquélla actúe con oportunismo hacia la mayoría con objeto de obtener concesiones desproporcionadas; HANNIGAN, *Company Law*, *op. cit.*, p. 415, aludiendo a las disputas entre mayoría y minoría y la posibilidad de ambos de adoptar conductas egoístas lesivas para la sociedad; NUZZO, *L'abuso della minoranza...*, *op. cit.*, *passim*, que a lo largo de su monografía compara las situaciones de abuso por la minoría con las de abuso por la mayoría; y TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, *op. cit.*, pp. 403 y ss., «siempre que el legislador atribuye un derecho a un determinado sujeto se hace evidente que éste puede ser ejercido de forma abusiva», en referencia concreta a los derechos de la minoría.

nientes de los derechos por ser minoría cualificada. Por tanto, existe una gran variedad de prácticas englobadas por la categoría<sup>(62)</sup>.

Entre las mismas destacan las conductas obstruccionistas de los socios, que en ejercicio de los derechos que les concede la Ley, y amparados por esa legitimación, entorpecen gravemente la marcha de la actividad social de forma injustificada, sin que su comportamiento pueda encontrar sustento en la finalidad pretendida por la norma. La solicitud impertinente de información, teniendo o no motivos la sociedad –los administradores– para negarse a proporcionarla, es una de las tácticas más sencillas en manos del socio para entorpecer el desarrollo de una Junta General, pero sobre todo buscando obtener una negativa que les permita impugnar los acuerdos respectivos<sup>(63)</sup>. Precisamente el derecho de impugnación también debe entenderse afectado por el abuso, pues en ocasiones es objeto de ejercicio arbitrario y sin motivo, e incluso fundado pero con la única finalidad de presionar a la sociedad para obtener de ella una ventaja económica a cambio del desistimiento.

Pero dentro de las conductas obstruccionistas de la minoría tienen un papel prominente, por la eventual gravedad de sus consecuencias, los comportamientos de bloqueo en la adopción de decisiones sociales que precisan, en diferente nivel, su participación para salir adelante<sup>(64)</sup>. Y en este punto son básicamente dos los derechos afectados por la conducta abusiva: el derecho de asistencia a la Junta General, y el derecho de voto. La no asistencia de la minoría podría implicar un defecto de constitución de la Junta cuando se requiera legal o estatutariamente un quórum reforzado; y en similar sentido, un acuerdo del órgano podría no salir adelante sin el voto positivo de la minoría al precisar una cuota a favor reforzada por exigencia de la Ley o los estatutos, votando aquélla en contra, en blanco e incluso absteniéndose en la votación. Normalmente se trata de acuerdos sobre asuntos competencia de la Junta General que implican un cambio sustancial en la estructura jurídica y económica de la sociedad, como modificaciones de estatutos –sobre todo del capital– o modificaciones estructurales; y singularmente son acuerdos que revisten especial significación en momentos críticos para la sociedad, no sólo en términos de rentabilidad y desarrollo, sino también de pervivencia<sup>(65)</sup>.

La cuestión problemática en los casos de abuso de minoría no es tanto lidiar con una regla de determinación del interés que se presume común entre los diversos intere-

(62) Véase refiriéndose a dichas conductas RUBIO VICENTE, *op. ult. cit.*, pp. 84 y ss.; y con mayor detenimiento HERNANDO CEBRIÁ, *op. ult. cit.*, pp. 285 y ss. En el contexto italiano, NUZZO, *L'abuso della minoranza...*, *op. cit.*, pp. 10 y ss. y en el portugués TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, *op. cit.*, pp. 406 y ss.

(63) Al respecto FUENTES NAHARRO, «El “accionista depredador”...», *op. cit.*, pp. 10 y ss.

(64) BOIZARD, «L'abus...», *op. cit.*, pp. 371 y ss.; EASTERBROOK y FISCHER, *The Economic Structure...*, *op. cit.*, pp. 233-234; CHIANTIA, A., *L'ostruzionismo nell'Assemblea delle società per azioni*, Milán, Giuffrè, 2000, pp. 142-146; TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, *op. cit.*, pp. 406-419.

(65) A ello alude, además de los autores citados *supra* en la nota 62 y en la nota anterior, recientemente PULGAR EZQUERRA, «Reestructuración...», *op. cit.*, p. 16. También MERLE, Ph., «Définition et sanction de l'abus de minorité», en *Rev. Soc.*, 1993, p. 402, comentando jurisprudencia; y COUTINHO DE ABREU, «Interés social...», *op. cit.*, p. 54.

ses razonables de los socios –la regla de la mayoría–, sino valorar si el grupo minoritario promueve un interés extrasocial en el ejercicio de cualesquiera de sus derechos, si en su comportamiento concurre un egoísmo no razonable por no pertenecer a la causa del contrato. La Ley concede tales derechos, sean individuales o bien de minoría cualificada, para que los socios puedan tutelar su interés razonable, su perspectiva legítima del interés social; pero desde luego nunca un interés no razonable. De nuevo, el ejercicio de los derechos del socio (minoritario) tiene un espacio de discrecionalidad, pero sólo se concede tal margen dentro de las posturas que razonablemente se estimen respetuosas con el interés social, siendo por tanto consideradas en abuso de derecho las conductas realizadas para promover intereses extrasociales comoquiera que exceden el límite a tal discrecionalidad<sup>(66)</sup>. También en este caso es el juez quien está llamado a resolver el conflicto de interés; pero, al igual que en el caso de los abusos de mayoría, con su cometido no interfiere en el desarrollo de la actividad de la sociedad, pues no consiste en fijar el contenido del interés social en los conflictos internos sobre su determinación, sino valorar si la conducta del socio minoritario es extrasocial y supera los límites del ejercicio del derecho definidos por el deber de fidelidad al interés social<sup>(67)</sup>.

#### IV. LA DIFÍCIL CORRECCIÓN DE LA CONDUCTA EXTRASOCIAL EN EL RÉGIMEN ACTUAL DEL DERECHO ESPAÑOL

En síntesis, abuso de mayoría y de minoría son dos caras de la misma moneda, que se reconduce a la categoría general del enfrentamiento entre mayoría y minoría en las sociedades cerradas<sup>(68)</sup>. El denominador común es un comportamiento extrasocial de los socios, en ejercicio de su posición jurídica de poder o de minoría, o simplemente de socio individual, que produce un perjuicio al interés social. La base del problema está en la concesión legal de poderes y facultades en la sociedad, de derechos en sentido amplio, que dificulta la negación de los mismos porque la valoración sobre su uso o abuso es de por sí complicada. La ponderación es entre una injerencia indebida en la vida societaria, que debe regirse con autonomía por sus reglas de funcionamiento, frente a un perjuicio intolerable por manifiestamente injusto<sup>(69)</sup>.

---

(66) HERNANDO CEBRIÁ, «Apuntes sobre el abuso...», *op. cit.*, pp. 280-282, y 323. También BOIZARD, «L'abus...», *op. cit.*, pp. 373 y ss.

(67) Así RUBIO VICENTE, «Una aproximación...», *op. cit.*, p. 97, «el juez, lejos de determinar cuál es el concreto interés social y enjuiciar su bondad, debe limitarse únicamente a verificar si hay o no abuso de minoría, si ésta respeta en su actuación el interés social, si, en definitiva, hay conflicto entre el interés común y el interés egoísta del socio (...); también JUSTE MENCÍA, *Los «derechos de minoría»...*, *op. cit.*, pp. 147-148, para quien el juez decidirá sobre la superación de los límites normales del ejercicio de sus derechos por los socios (minoritarios) y la consecuente conducta abusiva.

(68) POLO SÁNCHEZ, «Abuso o tiranía...», *op. cit.*, pp. 2269 y ss.

(69) En referencia a los casos de opresión por la mayoría, MOLL, «Shareholder Oppression...», *op. cit.*, 2000, p. 761, destaca cómo en tales conflictos la valoración es ciertamente compleja porque se trata de decidir entre la necesidad de proteger a la minoría y la necesidad de preservar la discrecionalidad de la mayoría.

La solución del problema en el Derecho español no es satisfactoria, si entendemos por tal solución las medidas que la norma dispone y que el juez emplea para prevenir el perjuicio generado por estas prácticas, y, en fin, el remedio *ex post* de las mismas. El control judicial orientado a su corrección es notablemente discontinuo en nuestro país: no existe, desde luego, una regulación específica, siquiera básica, para tales situaciones; y la doctrina jurisprudencial –probablemente a consecuencia de lo anterior– tampoco se pronuncia con homogeneidad. En términos generales es posible acudir –y se acude– a la técnica general del abuso de derecho alegándose una superación de los límites normales del derecho concedido, que se equipara a la vulneración de la cláusula general del deber de fidelidad del socio al interés social<sup>(70)</sup>. Es decir, se entiende como límite esencial de los derechos de los socios el respeto al interés social. Incluso se ha acudido a la institución del abuso de derecho en el contexto de los delitos societarios previstos en el Código Penal<sup>(71)</sup>. No es, empero, una solución adecuada, por su falta de especificidad frente a situaciones que se presentan habitualmente en las sociedades cerradas, y que requerirían su propia técnica jurídica de corrección. Es más, el recurso a la institución de abuso de derecho en este contexto sólo permite la calificación de la conducta como extrasocial y, en base a ello, adoptar una solución parcial del problema que no elimina la posibilidad de que vuelva a suceder en el futuro.

Pero vayamos por partes. Las principales herramientas que dispone la LSC a favor de los socios minoritarios para reaccionar frente a la opresión de la mayoría son el ejercicio de acciones de responsabilidad civil frente a los administradores y la impugnación de los acuerdos de la Junta General. En cuanto a lo primero, naturalmente los administradores son figuras clave en manos de los socios de mayoría para conducir su estrategia de opresión hacia los minoritarios: su control del poder de decisión en la Junta General les confiere el dominio sobre el órgano de administración como uno de los principales instrumentos de ejercicio de dicho poder<sup>(72)</sup>. Como hemos dejado indicado, en las sociedades cerradas no hay separación entre propiedad y gestión, sino que los socios son habitualmente los administradores sociales, asumiendo dicho papel principalmente los socios de control<sup>(73)</sup>. En el ejercicio del cargo, una conducta antijurídica y culpable de los administradores que genere un daño es susceptible de generar su responsabilidad

(70) JUSTE MENCÍA, *Los «derechos de minoría»...*, *op. cit.*, pp. 145 y ss.; y sobre todo RUBIO VICENTE, «Una aproximación...», *op. cit.*, pp. 88 y ss. También POLO SÁNCHEZ, «Abuso o tiranía...», *op. cit.*, pp. 2281-2282 y 2288-2289; SÁNCHEZ RUIZ, *Conflictos de intereses...*, *op. cit.*, pp. 226-237; VÁZQUEZ LÉPINETTE, *La protección...*, *op. cit.*, pp. 94-95; MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, «Opresión de la minoría...», *op. cit.*, *passim*, en breve p. 345; y HERNANDO CEBRIÁ, «Del socio de control...», *op. cit.*, pp. 198-200; *id.*, «Apuntes sobre el abuso...», *op. cit.*, pp. 314 y 317.

(71) Véanse los arts. 290 y ss. del Código Penal, especialmente los arts. 291, 293 y 295, VÁZQUEZ LÉPINETTE, *La protección...*, *op. cit.*, pp. 63 y ss.

(72) Principalmente por la competencia para el nombramiento (y renovación) y para la separación en el cargo *ad nutum* o a voluntad, arts. 214 y 223 de la LSC.

(73) *Vid. supra* apartado II, donde referíamos como característica propia de las sociedades cerradas la participación de los socios en la administración de la sociedad; que en definitiva se traduce en un control de la administración por los socios mayoritarios, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *La atipicidad...*, *op. cit.*, pp. 153-154, nota 303. *Vid.* también MOLL, «Minority Oppression...», *op. cit.*, 2005, p. 889.

civil<sup>(74)</sup>. En el caso de las situaciones de opresión que lleven aparejadas la obtención de una ventaja económica indebida, singularmente si puede englobarse en una infracción del deber de lealtad observado en general –por vulneración del interés social– o en los casos particularmente regulados –los supuestos de *self-dealing* más típicos, como la pura autocontratación o la usurpación de oportunidades de negocio de la sociedad–, ya sea para sí o para otro, el perjuicio lo sufre el patrimonio de la sociedad y por tanto procedería la acción social de responsabilidad<sup>(75)</sup>. El problema básico de la acción social de responsabilidad en estos casos es el desincentivo claro para su ejercicio con carácter subsidiario por parte de la minoría cualificada de socios, pues con independencia ahora de las dificultades inherentes al juego de la legitimación subsidiaria de la minoría cualificada, la reintegración de la eventual indemnización se produce en el patrimonio social, que si no se prevén remedios adicionales será expropiado de nuevo<sup>(76)</sup>. Además, por esta vía no se corrigen tampoco las demás conductas opresivas –opresión de tipo financiero o en los derechos políticos–, sólo los eventuales beneficios privados del control que resulten ilegítimos; y como decimos, ni siquiera se atajan de raíz.

Por su parte, el ejercicio de la acción individual de responsabilidad exige la prueba de un daño directo en el patrimonio del socio minoritario oprimido; la acción no prosperará si el daño es causado al patrimonio social y el que sufren los socios es mero daño indirecto o reflejo. En ocasiones ese daño podría apreciarse de la valoración global de la estrategia opresiva, en relación con la conducta al respecto de los administradores vinculados al grupo de control –presumiblemente el órgano al completo–; pero la dificultad aquí estriba en escindir adecuadamente el daño directo de un daño reflejo, y en seleccionar la conducta que genera el perjuicio con el fin de establecer la imprescindible relación de causalidad entre ambos<sup>(77)</sup>. No debería ser demasiado complicado en los casos de una manifiesta privación de derechos que menoscabe la posición jurídica del socio oprimido indebidamente: entre otros, piénsese en el impedimento a la asistencia a la Junta General, o para el ejercicio del derecho de voto, o infracción del derecho de información, no entrega del importe del dividendo ya acordado –injustificadamente o sólo a algunos socios, vulnerando la paridad de trato–, o exclusión ilícita del derecho de suscripción o adquisición preferente. Mayores dudas despierta la antijuridicidad en los supuestos en que el administrador pueda justificar su conducta en normas legales o singularmente en su margen de discrecionalidad, que son las conductas donde se encuentra el problema real<sup>(78)</sup>: propuesta a la Junta General de modifica-

---

(74) Art. 236 de la LSC.

(75) Arts. 226 y ss. de la LSC sobre el deber de lealtad general y sus concreciones legales. A la acción social de responsabilidad se refieren los arts. 238 a 240 de la misma Ley.

(76) MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, «Opresión de la minoría...», *op. cit.*, p. 337.

(77) *Idem*. Véase al mismo autor en *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de las sociedades de capital (art. 135 LSA)*, Madrid, Marcial Pons, 2005, pp. 178 y ss.; ESTEBAN VELASCO, G., «La acción individual de responsabilidad», en ROJO, A. y BELTRÁN, E. (coords.), *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 4ª ed., Valencia, Tirant lo Blanch, 2011, pp. 185 y ss.

(78) Al respecto de la discrecionalidad que concede la *business judgment rule* a los administradores en Estados Unidos, EASTERBROOK y FISCHER, *The Economic Structure...*, *op. cit.*, pp. 243 y ss.,

ción de estatutos –por ejemplo, de sistema de convocatoria de la Junta–, propuesta a la Junta de no reparto de ganancias, propuesta de aumento de capital, aumento de capital autorizado, despido del socio-trabajador, resolución de un contrato de duración con el socio-acreedor, etcétera<sup>(79)</sup>. Y en cualquier caso la eventual indemnización no soluciona el problema para conductas futuras mientras permanezca el conflicto entre los socios derivado de la estructura de propiedad del capital<sup>(80)</sup>.

En cuanto a la impugnación de los acuerdos de la Junta General a través de los que la mayoría conduce su estrategia de opresión, podría parecer *a priori* una opción adecuada para tutelar a los socios minoritarios. Sin embargo, la configuración legal de la impugnación de los acuerdos sociales, y la orientación judicial motivada por ésta, tampoco proveen una solución correcta. Como indicábamos, se aprecia cierta tendencia al empleo por los Tribunales de la institución del abuso del derecho para la anulación de decisiones opresoras de la mayoría, particularmente en los casos de retención injustificada de las ganancias y consiguiente negación de su reparto a través de dividendos<sup>(81)</sup>. Es una posición interpretativa positiva, por cuanto contribuye a mitigar el problema; pero sin duda insuficiente, y desde luego mal adaptada a éste. De hecho, genera la paradoja de no constituir (en principio) causa de impugnación por anulabi-

---

se cuestionaron la utilidad de dicha regla en las sociedades de capital cerradas, en las que al contrario que en las *public corporations* no existe un mercado de control externo que pueda penalizar a los *managers* por los simples errores de gestión, y además los administradores tienen una vinculación muy directa con los socios de control –cuando no identidad absoluta–, generando un conflicto de interés tan evidente que precisa que el estándar de revisión de las decisiones de los administradores atienda al riesgo de ejercicio oportunista del poder; a tal efecto, los autores aportaron como ejemplos de contraste entre una sociedad abierta y una sociedad cerrada el despido de un trabajador, la separación de un administrador, o el atesoramiento de beneficios, pues mientras en la primera serían en principio claramente revisables bajo el estándar de la *business judgment rule*, en la segunda sin duda merecen mayor escrutinio simplemente por el riesgo de constituir una medida opresiva.

(79) Aluden a supuestos concretos ALFARO ÁGUILA-REAL, J., «La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales», en *RdS*, núm. 18, 2002, pp. 73-76; ESTEBAN VELASCO, *op. ult. cit.*, pp. 195 y ss.; y con mayor detenimiento MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, *La acción individual...*, *op. cit.*, pp. 261-292. La eventual acción individual de responsabilidad habría de ponerse en relación con la posibilidad de impugnación de los acuerdos, como resaltan los autores citados.

(80) A este respecto es muy clara la SAP de Álava de 19 de octubre de 2010: «el mecanismo utilizado por nuestra jurisprudencia ha sido la vía de la indemnización por acción individual de responsabilidad. Tal no ataja la problemática ciertamente, porque la conformación personal y la titularidad del capital social hace permanecer –de modo endémico– la situación de tensión mayoría-minoría (...)».

(81) Destacadamente en las sentencias de las Audiencias, *vid.* la SAP de Valencia de 5 de junio de 1997; SAP de Valencia de 15 de septiembre de 1997; SAP de Madrid de 5 de febrero de 2001; SAP de Alicante de 26 de febrero de 2001; SAP de Las Palmas de 19 de abril de 2004; SAP de Murcia de 28 de enero de 2005; SAP de Murcia de 28 de noviembre de 2008; SAP de Murcia de 27 de febrero de 2009; SAP de Álava de 19 de octubre de 2010; SAP de Baleares de 22 de diciembre de 2010. Además de las SSTs núm. 418/2005, de 26 de mayo; y núm. 873/2011, de 7 de diciembre. Véase los casos citados por ALFARO ÁGUILA-REAL, J. y CAMPINS VARGAS, A., «El abuso de la mayoría en la política de dividendos. Un repaso por la jurisprudencia», en *Otrosí*, núm. 5, enero-marzo 2011, pp. 20-22, que resaltan cómo la retención reiterada de beneficios no es definitiva en muchos supuestos, y que mayoritariamente los Tribunales se han decantado por no declarar abusiva la falta de reparto.

lidad alegando lesión del interés de la sociedad, incluso a pesar de verificarse un caso palmario promoción de intereses extrasociales en perjuicio de intereses legítimos de socios –que forman parte del interés social–, pues en nuestro Derecho los acuerdos anulables por tal causa precisan a su vez alegar y probar un beneficio para uno o varios socios o terceros, además de la relación de causalidad entre lesión y beneficio<sup>(82)</sup>. De modo que, en estos casos de opresión, el éxito de una acción de impugnación por esta causa –lesión al interés social– no resulta en absoluto sencillo, pues en muchas ocasiones la ventaja obtenida por el socio de control a resultas de la opresión no es fácilmente constatable<sup>(83)</sup>, y sobre todo el perjuicio a los socios minoritarios no siempre se ha identificado con la lesión al interés social que la norma requiere<sup>(84)</sup>. En su lugar,

(82) Véase el art. 204.1 de la LSC. Al respecto, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Los acuerdos impugnables en la Sociedad Anónima», en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, t. I, Valencia, Tirant lo Blanch, 1995, p. 391; ALCALÁ DÍAZ, «El conflicto de interés...», *op. cit.*, pp. 121 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Navarra, Thomson-Civitas, 2007, pp. 373 y ss. Indica la STS núm. 825/1998 (Sala de lo Civil), de 18 de septiembre, que «el fondo del asunto es si el concreto acuerdo (...) lesiona los intereses de la sociedad, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, tal como expresa el art. 115.1. Lo cual implica, primero, la lesión al interés social que, como dice la Sentencia de 19 febrero 1991, «no es otro que la suma de los intereses particulares de sus socios, de forma que cualquier daño producido en el interés común del reparto de beneficios, o en cualquier otra ventaja comunitaria, supone una lesión al interés social»; segundo, el beneficio de uno o varios accionistas o de un tercero; tercero, nexo causal entre la lesión del interés social y el beneficio indicado. Tales presupuestos deben ser probados». Y la STS núm. 186/2006 (Sala de lo Civil, Sección 1), de 7 de marzo, declara que «el art. 115.1 disciplina la posibilidad de anular acuerdos adoptados con respeto de las disposiciones legales y estatutarias, pero en situación de conflicto entre los intereses sociales y otros ajenos, que los socios mayoritarios afrontan decidiéndose por sacrificar los primeros en utilidad de los segundos. Sobre esa causa de impugnación la jurisprudencia ha declarado: que los intereses lesionados no han de ser los de los socios en particular (sentencia de 1 de julio de 1961), sino los de la sociedad, por más que éstos resulten de la suma de los de todos aquellos (sentencia de 11 de noviembre de 1983); (...) que, en todo caso, la lesión o posibilidad fundada de que se derive del acuerdo ha de ser probada para que la acción tenga éxito (sentencias de 16 de abril de 1970, 9 de octubre de 1971, 30 de marzo de 1978, 1 de junio de 1984, 31 de mayo de 1985); y que la aprobación del acuerdo ha de beneficiar, económicamente o de otra manera, a uno o varios accionistas o terceros, aunque no sea simultáneamente a su adopción (sentencia de 11 de mayo de 1968)».

(83) Debe decirse que los Tribunales, acertadamente, se pronuncian en un sentido abierto sobre el requisito de beneficio para socios o terceros, que «no hay que entenderlo exclusivamente en el sentido de puro interés económico, sino que también puede consistir en cualquier ventaja de carácter político-social o profesional», *vid.* SSTS (Sala de lo Civil) núm. 120/1991, de 19 de febrero; núm. 1086/2002, de 18 de noviembre; y núm. 991/2011, de 17 de enero de 2012.

(84) Véase la reflexión de ALCALÁ DÍAZ, «El conflicto de interés...», *op. cit.*, pp. 134-138. La STS núm. 193/2000 (Sala de lo Civil), de 4 de marzo, señala que «la tercera causa de impugnación contempla la lesión de los intereses de la sociedad en beneficio de otras personas (accionistas o terceros), y del contenido del motivo no es de ver cuál es la lesión que se produce o puede producir a la sociedad. Con independencia de si era o no oportuna la ampliación de capital, para que un acuerdo sea impugnabile es preciso que sea lesivo para el interés social (como suma de intereses particulares de los socios, Sentencias 5 julio 1986 y 19 febrero 1991); la existencia de un beneficio para uno o varios accionistas o un tercero; y un nexo causal entre la lesión y el beneficio (S. 18 septiembre 1998), y en el caso de autos no se ha probado la concurrencia de estos presupuestos, sin que baste la mera alegación (S. 5 julio 1986, y las que cita), ni puedan servir de fundamento los eventuales perjuicios que puedan derivarse para los accionistas minoritarios, cuando además tuvieron la posibilidad de evitarlos suscribiendo las nuevas acciones, consiguientes a la ampliación de capital, que les fueron ofrecidas, incluso prorrogando el plazo

la tutela a través de la impugnación se obtiene si se estima que el acuerdo es abusivo, bien por abuso de derecho en el voto o por abuso de poder de la mayoría, prosperando en tal caso la pretensión de nulidad por infracción de la Ley<sup>(85)</sup>. Y aquí se presenta la paradoja, ya que resulta una tutela más cualificada, aunque sea aumentando la legitimación activa y el plazo de impugnación, para los acuerdos que concretan una situación de opresión a la minoría –nulos según la jurisprudencia– que para los acuerdos en que se materializa un conflicto en perjuicio de la sociedad (persona jurídica) con beneficio a favor de un interés extrasocial –anulable en atención a la LSC–, cuando se trata sin duda de supuestos similares en los que cabría esperar un mecanismo de corrección homogéneo<sup>(86)</sup>.

Pero además, en el hipotético caso de que el acuerdo respectivo de la Junta General fuera anulado tras la impugnación, la minoría se ve abocada a seguir sufriendo en la sociedad el comportamiento opresivo del grupo de control, no sólo con situaciones que escapan de la posibilidad de impugnación por no provenir de un acuerdo social, sino también promoviendo nuevamente conductas abusivas a través de la Junta; cuestión que se agrava en aquellos casos en que el abuso en la Junta sea una

---

para facilitarles el ejercicio de tal derecho». La STS núm. 172/2003 (Sala de lo Civil), de 20 de febrero, entiende asimismo que «las sentencias del Tribunal Supremo de 1 de julio de 1961 y 25 de enero de 1968, en relación al art. 115 de la Ley de Sociedades Anónimas, declaran que se habla de lesión de los intereses de la sociedad y no de los intereses del accionista en particular y que el procedimiento regulado en este art. y siguientes está establecido para ventilar en él mismo los intereses generales de la sociedad y no los intereses particulares contrarios a la misma. Para que prospere la acción por lesión a los intereses de la sociedad en beneficio de uno o más accionistas, ha de resultar de la prueba la existencia de dicha lesión (sentencias de 4 de octubre de 1956, 16 de abril de 1970, 22 de diciembre de 1970 y 10 de enero de 1973). A este respecto es interesante destacar las manifestaciones contenidas en la sentencia de 5 de Julio de 1986, cuando declara que la jurisprudencia exige que el resultado lesivo debe probarse en cuanto afecte a la sociedad misma, no bastando su mera alegación y aquí en las actuaciones no se ha demostrado la existencia de lesión para la sociedad ni actual ni potencialmente para el futuro, máxime cuando la mera exposición razonada del motivo está transida de un velado temor que aflora en cada uno de los alegatos, no de perjuicios para los intereses de la sociedad, sino de los minoritarios (...), lo que legalmente no es protegible por invocación del art. 67 (hoy 115) de la Ley». *Vid.* también la STS núm. 873/2011, de 7 de diciembre.

(85) Art. 7.2 del Código Civil, en relación con el 204.1 de la LSC. Lo expone bien, de nuevo, la STS núm. 873/2011, de 7 de diciembre: «los acuerdos de la mayoría que no persiguen razonablemente el interés del conjunto de los accionistas desde la perspectiva contractual, ni los de la sociedad, desde la perspectiva institucional, y perjudican a los minoritarios, revelándose abusivos –tanto si se califica el ejercicio del voto como abuso de derecho, como si se entiende que constituye un abuso de poder– deben entenderse contrarios a los intereses de la sociedad, cuyo regular funcionamiento exige también el respeto razonable de los intereses de la minoría, de tal forma que, aunque el art. 115.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, aplicable para la decisión del recurso por razones temporales –hoy 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital– silencia el «abuso de derecho» y el «abuso de poder», ello no constituye un obstáculo insuperable para la anulación de los acuerdos sociales en tales supuestos, ya que, a tenor del art. 7 del Código Civil, son contrarios a la ley –en este sentido apuntan las sentencias de 10 de febrero de 1992, 1136/2008, de 10 de diciembre, y 770/2011, de 10 de noviembre–». Véase, igualmente, a MA-RÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, «Opresión de la minoría...», *op. cit.*, p. 336, y las sentencias que refiere el autor.

(86) Destacando la complementariedad, cuando no identidad, entre la impugnación por ambas causas, POLO SÁNCHEZ, «Abuso o tiranía...», *op. cit.*, pp. 2281-2282.

omisión –por ejemplo, una negativa a repartir las ganancias–, ya que por lo general el juez español no ha encontrado herramientas que le permitan imponer un criterio tras declarar invalidez<sup>(87)</sup>.

Los casos de abuso de minoría por obstruccionismo tampoco presentan un panorama alentador para los afectados por dichas conductas –el resto de socios y, en definitiva, la sociedad–. Si cabe, han encontrado una peor respuesta legal, por la casi absoluta ausencia de herramientas para afrontarlas<sup>(88)</sup>. Y es que se antoja realmente complicado configurar legalmente un derecho individual o un derecho de minoría cualificada con la finalidad de obtener la tutela de un legítimo interés en la sociedad, y al mismo tiempo limitarlo eficazmente al respeto al interés social<sup>(89)</sup>. Pues en definitiva ése es el juego de tales derechos. Como punto de partida, y a pesar de la tentación, debe descartarse como estrategia apta para la mayoría de control frente al obstruccionismo de la minoría la adopción de una postura de opresión hacia ésta, pues generaría una batalla de abusos de derechos y de poder que no tienen ni han de tener justificación bajo ninguna circunstancia, y que en último término no benefician a nadie<sup>(90)</sup>.

Para las conductas activas o positivas de los socios minoritarios –solicitudes de información o impugnación de acuerdos, e incluso solicitud de convocatoria de la Junta General– que superen tal límite, cabe la posibilidad de acudir al abuso de derecho como institución general en manos de los jueces –en su caso, y con carácter previo, también de los administradores– para desestimar la pretensión por injustamente obstruccionista para la marcha de la sociedad<sup>(91)</sup>. Se impide así el resultado obstatante y perjudicial, y se desincentiva su nueva puesta en práctica.

Pero esta solución no es eficaz frente al comportamiento potencialmente más perjudicial de la minoría, de carácter pasivo o negativo, como es la conducta de bloqueo en la adopción de acuerdos sociales: en el estado actual de la cuestión, su estimación como abusiva probablemente llegará tarde, y desde luego no resuelve el bloqueo ni

---

(87) Véase a FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles: (estudio especial del art. 213 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, Madrid, Civitas, 1997, p. 157, señalando que «es muy posible que todos esos mecanismos sean insuficientes: parece claro que el juez que declara la nulidad por abuso de mayoría no puede sustituir a la junta y determinar una concreta aplicación de resultados «tolerable» o «normal». La junta debe acordar de nuevo aplicar los resultados. No es extraño que esa nueva aplicación de resultados motive de nuevo la confrontación entre los socios». Nos remitimos en este punto *infra* apartado V, nota 96 y texto que acompaña.

(88) HERNANDO CEBRIÁ, «Apuntes sobre el abuso...», *op. cit.*, p. 312.

(89) Como es sabido, así se hace con el litigioso derecho de información, y con el no menos problemático derecho de preferencia, arts. 196, 197 y 308 de la LSC.

(90) ALFARO ÁGUILA-REAL, J., «Conflictos intrasocietarios (Los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada)», en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil: homenaje al Profesor Justino F. Duque*, Valladolid, Universidad de Valladolid, 1998, pp. 90-91, rechaza esta opción por tratarse de «medidas cuya licitud es, cuando menos, dudosa».

(91) POLO SÁNCHEZ, «Abuso o tiranía...», *op. cit.*, pp. 2288-2289; RUBIO VICENTE, «Una aproximación...», *op. cit.*, p. 98; FUENTES NAHARRO, «El «accionista depredador»...», *op. cit.*, pp. 18-19.

previene futuras actitudes idénticas<sup>(92)</sup>. No existe un instrumento de control preventivo ni un remedio correctivo frente al ejercicio abusivo del derecho de asistencia o del derecho de voto por una minoría de bloqueo. La consecuencia es grave, pues en no pocas ocasiones el acuerdo bloqueado por la minoría es de importancia vital para la sociedad, en el sentido más literal de la palabra, al ser necesario para evitar su extinción. De modo que la alternativa a dicho acuerdo pasa por la disolución de la sociedad, ya sea por no poder remover una causa de disolución a su través, ya por concurrir la causa de disolución de paralización de los órganos sociales<sup>(93)</sup>; e incluso si la mayoría por sí es capaz de adoptar la decisión de disolución en ausencia de causa legal o estatutaria<sup>(94)</sup>. Podría entenderse como una opción en manos de la mayoría si en la liquidación ésta pudiera adjudicarse el núcleo de la empresa con la finalidad de constituir una nueva sociedad con el mismo objeto, naturalmente sin el socio obstruccionista. Pero es en todo caso una solución muy poco eficiente, sobre todo si valoramos otras opciones propuestas por la doctrina, y que referiremos seguidamente<sup>(95)</sup>.

## V. ALGUNAS SOLUCIONES PROPUESTAS PARA ABORDAR LOS ABUSOS DE MAYORÍA Y DE MINORÍA EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL CERRADAS

La doctrina busca remedios frente las situaciones de abuso por los socios de su posición jurídica en la sociedad y de los derechos que ésta les confiere. Las soluciones propuestas son variadas, y así deben serlo. La Ley debe facilitar al juez diferentes instrumentos para afrontar la conducta extrasocial de los socios y corregir del mejor modo posible el perjuicio o la disfuncionalidad que causan, no sólo eligiendo alternativamente entre unos y otros, sino coordinándolos de la manera más adecuada a las específicas circunstancias en que se presenta el abuso.

Sin ánimo exhaustivo y en referencia probablemente parcial por razón de la diversidad de casos, la orientación de nuestro trabajo demanda la alusión a dos tipos de

---

(92) Advierte el problema RUBIO VICENTE, *op. ult. cit.*, p. 99.

(93) Véanse los arts. 360 y ss. de la LSC. En cuanto a la causa de disolución por paralización de los órganos sociales del art. 363.1.d) de la LSC, que se reconduce fundamentalmente a una paralización de la Junta General, para que concurra basta con el bloqueo del órgano derive de un conflicto corporativo (interno) y que éste conflicto tenga razonablemente una tendencia continuista, de manera que no cabe esperar que sea solucionado en el estado de circunstancias actual, como se evidencia en el conflicto mayoría-minoría a que nos venimos refiriendo. Al respecto, BATALLER GRAU, J., «La disolución», en ROJO, Á. y BELTRÁN, E. (dirs.), *La liquidación de sociedades mercantiles*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2012, pp. 42-50.

(94) Es decir, disolución por mero acuerdo de la Junta General adoptado con los requisitos para la modificación de estatutos, art. 368 de la LSC. En las circunstancias de minorías de bloqueo que estamos refiriendo, es posible que la mayoría no sea capaz de promover tal acuerdo de disolución en ausencia de causa legal o estatutaria.

(95) Sobre tal ineficiencia en contraste con la salida del socio molesto a través de su exclusión, ALFARO ÁGUILA-REAL, «Conflictos intrasocietarios...», *op. cit.*, pp. 91 y ss.; igualmente PULGAR EZQUERRA, «Reestructuración...», *op. cit.*, pp. 17 y ss.

medidas que han sido propuestas para afrontar tanto abusos de mayoría como abusos de minoría, adaptada cada una a su parcela respectiva. La primera entiende necesario proporcionar a los Tribunales la facultad de corregir el comportamiento extrasocial perjudicial e imponer con la condena el criterio más favorable al interés social. La segunda se orienta por la salida del socio oprimido o bien del socio perturbador a través de su separación o exclusión, respectivamente, como herramienta para eliminar de raíz el conflicto, superar los problemas de intrasmisibilidad de la cuota social en las sociedades cerradas, y tutelar en definitiva a la parte perjudicada.

La primera opción orientada a facultar a los Tribunales a emitir condenas que reorienten la postura de la sociedad encuentra su ámbito de utilidad en la Junta General y los acuerdos sobre los que delibera y que adopta (o no adopta). En los casos de opresión de la mayoría, el éxito de la impugnación de un acuerdo de la Junta favorable a la adopción de una medida abusiva por la mayoría –por ejemplo, un aumento de capital con un fin dilutorio– equivale a la corrección de la medida opresiva concreta, por los efectos propios de su anulación. Pero si se trata de un acuerdo negativo de la Junta cuya no adopción perjudica al minoritario –por ejemplo, la decisión de no repartir las ganancias–, en el estado de regulación actual la simple impugnación no favorece al socio oprimido si el juez no condena a ejecutar la acción que provea realmente su tutela –en el ejemplo, imponer el subsiguiente reparto–<sup>(96)</sup>. Es decir, se trata de reconocer al juez la facultad para imponer en ciertos casos la medida que mejor reconduzca el conflicto a la promoción adecuada del interés social, valorando la posición expresa del socio minoritario, y evitando así la reiteración de reclamaciones judiciales sobre la misma medida opresiva, como se ha reconocido en otros ordenamientos, singularmente en el británico<sup>(97)</sup>. Bajo la influencia de una de las soluciones adoptadas en Francia,

---

(96) Con carácter excepcional en nuestro país, la STS núm. 418/2005, de 26 de mayo, condenó a la sociedad al reparto de dividendos tras considerar abusiva la retención sistemática de las ganancias sociales; también la SAP de Álava de 19 de octubre de 2010; y la SAP de Baleares de 21 de diciembre de 2010. Por su parte, ALFARO y CAMPINS, «El abuso...», *op. cit.*, pp. 25-26, entienden más adecuado que el atesoramiento de beneficios sea considerado la excepción y el reparto anual sea la regla, en sentido inverso a lo que promueven los Tribunales, con la finalidad de que la sociedad deba justificar que su postura de retención es razonable, y no el socio minoritario, abriéndose así la vía para que los Tribunales impongan el reparto de beneficios. En cierta manera es la postura que está detrás del suspendido art. 348 bis LSC, y que ha sido llevada con las debidas correcciones al art. 271-6 de la Propuesta de Código Mercantil de 2013, aunque en puridad en estos arts. no se reconoce un derecho al reparto de las ganancias, sino un derecho de separación por ausencia de tal reparto.

(97) *Vid.* las seccs. 994 y ss. de la *Companies Act* 2006, que permiten al juez admitir la demanda de un socio por un acto o una omisión específicos, o en general por una conducción de la empresa injustamente perjudicial para él o para una parte de los socios, y emitir una sentencia condenatoria que resuelva del modo que considere más oportuno –poder abierto– secc. 996(1)–, entre los cuales señala expresamente el poder del Tribunal para regular la conducción de los negocios en el futuro, requerir a la compañía el cese en el comportamiento reclamado o la realización de la conducta reclamada, autorizar la llevanza de los procesos civiles por una persona en nombre de la compañía y en los términos señalados por el Tribunal, imponer a la sociedad que no modifique sus estatutos sin la autorización del Tribunal, u ordenar la compra por los demandados de la participación del demandante por un precio justo, en su caso con reducción de capital si la compradora es la sociedad –secc. 996(2)–. Al respecto, *vid.* HANNIGAN, *Company Law*, *op. cit.*, pp. 417 y ss., señalando la utilidad que ha tenido en las disputas propias de las *private com-*

esa misma postura se ha manifestado también en sede de abuso de minoría, concretamente frente a conductas de bloqueo, defendiendo la competencia del juez para, tras la declaración del abuso, resolver imponiendo la opción que a su juicio, y atendiendo a la postura reclamada por la sociedad perjudicada, satisfaga mejor el interés social<sup>(98)</sup>. En la actualidad se reconoce, incluso, dicha facultad de los Tribunales en la dicción del artículo 7.2 del Código Civil: frente a los casos de abuso de derecho procederá «la adopción de las medidas judiciales o administrativas que impidan la persistencia en el abuso»<sup>(99)</sup>. Se trata precisamente de eso. El juez no define el interés social en los casos en que el conflicto de los socios sea entre intereses legítimos de todos ellos, pues tal labor se atribuye por la ley a la mayoría. Su cometido se limita a valorar si en la relación interna de conflicto entre los socios se producen o no comportamientos extrasociales, y en tal caso adoptar la opción que mejor convenga al interés social para evitar el mantenimiento del abuso, que probablemente será la pretendida por el sujeto perjudicado, ya sea el socio minoritario, ya la sociedad representada por la voluntad de la mayoría.

A ello se sumaría, como es oportuno para compensar los daños y perjuicios causados y reconoce el propio artículo 7.2 del Código Civil para los casos de abuso, una indemnización favorable al perjudicado y a cargo del causante del perjuicio por la conducta abusiva<sup>(100)</sup>.

Por su parte, el remedio orientado a la salida de la sociedad del socio se configura como una alternativa a la dificultad extrema o imposibilidad de vender su cuota social en las sociedades cerradas. El conflicto estable mayoría-minoría sería resuelto con la transmisión completa de la participación del socio minoritario, pero la inexistencia de mercado impide tal alternativa. En su lugar, se alude a la separación y la exclusión del socio minoritario oprimido u obstruccionista, respectivamente, como instituciones societarias reguladas precisamente para solventar un conflicto de este tipo entre los socios, y siempre como alternativa a la disolución<sup>(101)</sup>. Dicha función no ha tenido reflejo pleno

---

*panies* a pesar de no ser una previsión exclusiva para este modelo de sociedad. Entre nosotros, desconfía de una opción de este tipo MARTÍNEZ ROSADO, «Conductas opresivas...», *op. cit.*, pp. 357-358, aludiendo a su extensión en los ordenamientos británico, canadiense y australiano.

(98) Véase BOIZARD, «L'abus...», *op. cit.*, pp. 375 y ss.; MERLE, Ph., «Définition et sanction...», *op. cit.*, pp. 402-403; *id.*, «Ce que le juge ne veut pas faire directement, le jugement valant acte, il peut le faire accomplir par un tiers», en *Rev. Soc.*, 1993, p. 406.

(99) RUBIO VICENTE, «Una aproximación...», *op. cit.*, p. 101; HERNANDO CEBRIÁ, «Apuntes sobre el abuso...», *op. cit.*, pp. 319, 320 y 322; PULGAR EZQUERRA, «Reestructuración...», *op. cit.*, pp. 38 y ss.; y SENENT MARTÍNEZ, S., «Abuso de minoría y ejecución judicial de acuerdos sociales no adoptados o rechazados», en *EPrints Complutense*, núm. 75, febrero de 2013, pp. 13 y ss.

(100) RUBIO VICENTE, *op. loc. ult. cit.*; HERNANDO CEBRIÁ, «Del socio de control...», *op. cit.*, pp. 200-202; *id.*, «Apuntes sobre el abuso...», *op. cit.*, pp. 317-318. Señala PAZ-ARES RODRÍGUEZ, «Fundamento de la prohibición...», *op. cit.*, p. 14, que «el tema de moda en este contexto es el de la responsabilidad civil directa del accionista significativo que con su voto pone en marcha acuerdos lesivos, que obviamente excede la sanción tradicionalmente limitada en nuestro entorno a la impugnación de los acuerdos contrarios al interés social».

(101) ALFARO ÁGUILA-REAL, «Conflictos intrasocietarios...», *op. cit.*, *passim*, destacadamente pp. 89-90: «la exclusión sirve a tal función cuando es la mayoría la que desea deshacerse de una relación con un socio minoritario y la separación cumple una función simétrica permitiendo al socio mi-

en la norma española, que (por el momento) no ha previsto como causa legal de separación o de exclusión de socios ninguna que con carácter genérico pueda emplearse para los casos de abuso que venimos aludiendo<sup>(102)</sup>. Los comportamientos abusivos, desleales, o extrasociales habrían de introducirse como causa estatutaria para la separación del socio oprimido o la exclusión del socio obstruccionista<sup>(103)</sup>. Aunque el optimismo en el momento de constitución dificulta previsiones de este tipo, y la modificación estatutaria posterior requiere como es sabido consentimiento unánime de todos los socios<sup>(104)</sup>; y en todo caso es necesario determinar con concreción la causa o el modo de acreditar su concurrencia, de manera que una previsión estatutaria demasiado genérica para situaciones opresión u obstruccionismo resulta difícilmente admisible<sup>(105)</sup>.

noritario «salir» de la sociedad y, por tanto, acabar con una relación con la mayoría social que, por cualquier razón, ha devenido intolerablemente gravosa»; *id.*, «Los problemas contractuales...», *op. cit.*, p. 18, señalando que «cuando la organización no es eficaz, la única salida es la eliminación de la propiedad común vía disolución, separación o exclusión de un socio»; véase también a SÁNCHEZ RUIZ, *Conflictos de intereses...*, *op. cit.*, pp. 147-149; VIERA GONZÁLEZ, «Las sociedades de capital cerradas...», *op. cit.*, 2001, pp. 67-70; *id.*, *Las sociedades de capital cerradas...*, *op. cit.*, 2002, pp. 268 y ss., especialmente 274-279; y ALONSO LEDESMA, «La autonomía de la voluntad en la exclusión y separación de socios», en *RDM*, núm. 287, 2013, pp. 93-96 y 113-115. En referencia a dicho fundamento del derecho de separación, véase FARRANDO MIGUEL, I., *El derecho de separación del socio en la Ley de Sociedades Anónimas y en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid, Civitas, 1998, pp. 53 y ss.; MARTÍNEZ SANZ, F., «Causas de separación del socio en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada», en *RdS*, núm. 6, 1996, p. 30; y BRENES CORTÉS, J., *El derecho de separación del accionista*, Madrid, Marcial Pons, 1999, pp. 152-153. Y refiriéndose al mismo en materia de exclusión de socios, GARCÍA VILLAYERDE, *La exclusión de socios: causas legales*, Madrid, Montecorvo, 1977, pp. 191 y ss., y 254 y ss.; GUTIÉRREZ GILSANZ, J., «Sociedad anónima y exclusión de socios (Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 43 de Madrid de 16 de marzo de 1998)», en *RdS*, núm. 12, 1999, pp. 349-352; y SÁNCHEZ RUIZ, M., *La facultad de exclusión de socios en la Teoría General de Sociedades*, Madrid, Civitas, 2006, pp. 26 y ss.

(102) Arts. 346 y 350 de la LSC, relativos respectivamente a las causas legales de separación y de exclusión, en este último caso sólo para la sociedad de responsabilidad limitada; no existen causas legales de exclusión en la sociedad anónima, salvo que así se entienda con su particular régimen la pérdida de la condición de socio del accionista moroso *ex art.* 84.2 de la LSC, *vid.* GARCÍA VILLAYERDE, *La exclusión...*, *op. cit.*, pp. 244 y ss.; VIERA GONZÁLEZ, *Las sociedades de capital cerradas...*, *op. cit.*, 2002, p. 419; SÁNCHEZ RUIZ, *La facultad de exclusión...*, *op. cit.*, pp. 151 y ss. Véanse también los arts. 15, 62 y 99 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, que recogen causas de separación de los socios.

(103) Aluden a ello, en relación a la separación del socio oprimido, MARTÍNEZ SANZ, F., *La separación del socio en la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, McGraw-Hill, 1997, pp. 101 y ss.; y MARTÍNEZ ROSADO, «Conductas opresivas...», *op. cit.*, pp. 356-357. Y en relación a la exclusión del socio de bloqueo, PULGAR EZQUERRA, «Reestructuración...», *op. cit.*, pp. 20 y ss.; SENENT MARTÍNEZ, «Abuso de minoría...», *op. cit.*, pp. 13-14; en Italia NUZZO, *L'abuso della minoranza...*, *op. cit.*, pp. 276-277; y en Portugal TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, *op. cit.*, pp. 438-439.

(104) En la Propuesta de Código Mercantil de junio de 2013 se elimina la necesidad de unanimidad para incorporar, modificar o suprimir causas de separación estatutarias, pero se compensa al prever que esa introducción, modificación o supresión en sí misma como causa de separación, *vid.* art. 271-8, en relación con el art. 271-3.1.f) de la Propuesta. Sí se mantiene la unanimidad para la introducción, modificación y supresión de causas estatutarias de exclusión de socios, art. 271-14.3.

(105) Así se deduce de los arts. 347 y 351 de la LSC, y de los arts. 204 y 207 del RRM. En este sentido, BONARDELL LENZANO, R., y CABANAS TREJO, R., *Separación y exclusión de socios en*

Por ello la aspiración de la doctrina ha sido sobre todo de *lege ferenda*, al margen de que significativos autores defiendan la vigencia de una justa causa de separación y de exclusión no escrita, en base a postulados generales del ordenamiento, del Derecho de contratos, y del Derecho de sociedades, bajo la que naturalmente cabría incluir por desleales la opresión de la mayoría y el obstruccionismo del minoritario<sup>(106)</sup>. Sendas justas causas legales de separación y de exclusión de socios facilitarían la ruptura de la relación jurídica cuando ésta se haga insoportable, y así lo es precisamente cuando la minoría no obtiene nada de su participación en la sociedad e incluso es directamente perjudicada por una actitud déspota de la mayoría de control arbitraria, y en sentido inverso cuando el comportamiento oportunista de una minoría de socios es capaz de afectar al normal funcionamiento de la sociedad por medio del chantaje<sup>(107)</sup>. Causas legales genéricas que en todo caso, con el objeto de reducir la inseguridad jurídica que sin duda generarían, debieran ser objeto de interpretación restrictiva, atendiendo siempre a la finalidad propia de las instituciones de la separación y exclusión de socios y teniendo en mente las conductas extrasociales que estamos refiriendo, cobrando así

---

*la sociedad de responsabilidad limitada*, Pamplona, Aranzadi, 1998, pp. 88-90 y 124-127; ALONSO LEDESMA, «La autonomía de la voluntad...», *op. cit.*, pp. 105-107 y 117-118. No compartimos, por tanto, la afirmación de SÁNCHEZ RUIZ, *La facultad de exclusión...*, *op. cit.*, p. 82, cuando apunta que «la incorporación en los estatutos de cláusulas generales (separación por «justa causa»; exclusión por «justos motivos», u otra similar) nos parece, con el Derecho vigente, el medio más idóneo para» encauzar los conflictos estructurales de intereses entre los socios, con mayor extensión del argumento referido a la exclusión de socios en las pp. 217 y ss.: «la previsión estatutaria de una causa de exclusión bajo la fórmula de cláusula general, a nuestro juicio, es perfectamente compatible con el régimen previsto en la LSRL (...)». También a favor de la admisión de justa causa estatutaria de exclusión FRAMIÑÁN SANTAS, F. J., *La exclusión del socio en la sociedad de responsabilidad limitada*, Granada, Comares, 2005, pp. 35-39. Por otra parte, y como apunta ALONSO LEDESMA, *op. ult. cit.*, pp. 107-108, nota 50, debe reconocerse que la jurisprudencia y la doctrina de la DGRN se ha pronunciado a favor de previsión estatutaria de separación *ad nutum* en diferentes ocasiones, abriendo por tanto la puerta a la justa causa estatutaria de separación: así la STS núm. 428/2002, de 3 de mayo; y la STS núm. 796/2011, de 15 de noviembre; también la RDGRN de 2 de noviembre de 2010; en contra de la separación *ad nutum* estatutaria se pronunció la RDGRN de 25 de septiembre de 2003.

(106) Por todos, ALFARO ÁGUILA-REAL, «Conflictos intrasocietarios...», *op. cit.*, *passim*, sobre todo pp. 97 y ss. para la exclusión por justos motivos, y 100 y ss. para la separación por justos motivos. En términos actualizados, véase al mismo autor en «Los problemas contractuales...», *op. cit.*, pp. 17-19, hablando de la separación y exclusión como «una solución legislativa eficaz de los problemas típicos de las sociedades cerradas», remitiéndose por otra parte a su interpretación abierta. Además, en relación a la exclusión por justa causa, FRAMIÑÁN SANTAS, *La exclusión...*, *op. cit.*, pp. 61 y ss.; y recientemente, sobre la separación por justa causa, VÁZQUEZ LÉPINETTE, T., «La separación por justa causa tras las recientes reformas legislativas», en *RDM*, núm. 283, enero-marzo 2012, especialmente pp. 184-186, señalando que el (suspendido) art. 348 bis de la LSC regula expresamente el derecho de separación del minoritario por un supuesto concreto de abuso de mayoría, pero que podría hacerse una extensión analógica a otros casos de opresión, dependiendo de si se entiende la conducta abusiva como un incumplimiento esencial del contrato de sociedad. En contra últimamente, ALONSO LEDESMA, «La autonomía de la voluntad...», *op. cit.*, pp. 109-110 y 118-125.

(107) En clave de propuesta de *lege ferenda*, señala VIERA GONZÁLEZ, «Las sociedades de capital cerradas...», *op. cit.*, 2001, p. 69, que «se alcanzaría una tutela más efectiva del socio particularmente en algunos modelos empíricos de sociedades de capital de base personalista en los que la descripción de intereses en conflicto no es tan diferente que la que puede presentarse en la praxis de las sociedades de personas», aludiendo concretamente a los abusos de poder.

pleno sentido en supuestos de opresión y obstruccionismo<sup>(108)</sup>. Debe indicarse que la tendencia prelegislativa reciente muestra cierta inclinación favorable a este respecto, como evidencia la previsión por la Propuesta de Código Mercantil de 2013 de la separación por justos motivos como causa legal, que aporta así este remedio para el minoritario oprimido, si bien queda sin propuesta de regulación una paralela justa causa de exclusión del socio obstruccionista<sup>(109)</sup>.

Un aspecto común a la separación y la exclusión del socio es la realización del valor de la participación, que será el valor razonable que se acuerde entre la sociedad y el socio afectado —o que se determine por el procedimiento o por la persona con él acordados—, o bien el que establezca un auditor de cuentas independiente designado por el registrador mercantil del domicilio social<sup>(110)</sup>. De este modo, el socio liquida su participación y obtiene a través de su salida el provecho que proporcionalmente le corresponde por su inversión en la sociedad. En el caso de la separación por voluntad del minoritario oprimido, la realización del valor de su participación es la forma de desinversión más apropiada para dicho socio, que si pudiera transmitirla onerosamente por otra vía optaría por hacerlo, librándose así de los problemas que para él supone permanecer en la sociedad prisionero de una participación improductiva y en condiciones penosas. Esa idea subyace también en el supuesto de exclusión de un socio obstruccionista, por la configuración común de ambas instituciones. Es decir, en muchos supuestos, probablemente si el socio minoritario que ejerce con abuso sus derechos pudiera vender su participación a un precio razonable, lo haría —el paradigma en sociedades

---

(108) Muestra desconfianza sobre la introducción en la ley de la separación y exclusión por justa causa o justos motivos, sin mayores precisiones que aumenten la seguridad jurídica, ALONSO LEDESMÁ, *op. ult. cit.*, pp. 110-113 y 124-125.

(109) Según el art. 271-1 de la Propuesta de Código Mercantil de 17 de junio de 2013, «el socio tendrá derecho a separarse de la sociedad en cualquier momento siempre que concurra justa causa». Señala la Exposición de Motivos de la Propuesta que «el régimen de la separación se ha concebido a partir de una cláusula general de atribución al socio del derecho de separación por justa causa, entendiendo que tal principio, que reclama una cuidadosa ponderación de la casuística, expresa un equilibrio adecuado entre la estabilidad de la sociedad y el interés del socio en no permanecer vinculado en determinadas circunstancias». Por otra parte, y como hemos indicado más arriba, se mantiene la separación por falta de reparto de beneficios en el art. 271-6 de la Propuesta, con algunas modificaciones respecto del art. 348 bis de la LSC, del que trae causa. En otro sentido se pronuncia la Propuesta de Estatuto de la SPE de 2008, en cuyo art. 17 se prevé la posibilidad de exclusión de un socio «si ha causado un grave perjuicio a los intereses de la SPE o si la permanencia del socio en la SPE va en detrimento de su correcto funcionamiento», pero no se recoge similar causa genérica para la separación de socios en el art. 18, que a pesar de permitir la separación del socio si sus intereses se ven gravemente perjudicados por la actividad de la sociedad, podría hacerlo únicamente si concurren las causas concretas tasadas, es decir, que aquel perjuicio debe derivar de los hechos recogidos en las causas —eso sí, alguna relacionada con conductas típicamente opresivas, como la privación significativa de activos, o la no distribución de beneficios, art. 18.1(a) y (d)—; *vid.* al respecto MARTÍNEZ ROSADO, «Conductas opresivas...», *op. cit.*, pp. 352-356, calificando de incoherente la previsión del perjuicio a los socios como requisito general para la separación y a su vez la restricción de las causas de separación a determinados casos.

(110) Art. 353 de la LSC. Al respecto, ALFARO ÁGUILA-REAL, J. y CAMPINS VARGAS, A., «La liquidación del socio que causa baja como consecuencia de su separación o exclusión», en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. III, Madrid, McGraw-Hill, 2002, *passim*.

cerradas—; en otros casos, incluso aunque sí fuera capaz de transmitir a buen precio, simplemente ejerce el abuso con el objeto de conseguir más rentabilidad a su participación a través de puro chantaje. Por ello, siempre a la vista de las circunstancias propias de cada caso, pudiera ser que la obtención del valor razonable de su participación social constituyera una alternativa en absoluto perjudicial para el socio minoritario excluido, e incluso todo lo contrario, de manera que con su actitud de abuso obtuviera una utilidad. Como decimos, la solución sería similar a la separación del socio oprimido, cuando lo cierto es que el punto de partida no es equivalente. En ambos casos, y en el contexto de abuso que estamos analizando, el conflicto interno genera un comportamiento extrasocial que origina a su vez la puesta en marcha del mecanismo de salida; pero mientras que en uno de ellos la salida es del sujeto perjudicado —separación del socio oprimido—, en el otro se resuelve el vínculo societario del sujeto que causa el perjuicio —exclusión del socio obstruccionista—. Falta sin duda coherencia si la separación y exclusión por tal causa permite obtener al socio separado y al excluido el mismo valor por su participación. La siempre disponible indemnización por eventuales daños y perjuicios provee la compensación adecuada en tales casos, naturalmente apta en caso de estimación del abuso de derecho *ex* artículo 7.2 del Código Civil, como apuntábamos anteriormente: a favor del minoritario oprimido y a cargo de la mayoría opresora en los casos de abuso de mayoría, y a favor de la sociedad perjudicada y a cargo de la minoría obstruccionista en los casos de abuso de minoría, aumentando o disminuyendo el valor razonable obtenido en virtud de la separación o exclusión, respectivamente<sup>(111)</sup>.

Si se adopta una posición favorable a la configuración legal de la salida del socio minoritario como un mecanismo de resolución de los conflictos permanentes en las sociedades cerradas, no hay razones para no promover alternativamente una solución con similares consecuencias para el socio separado o excluido pero probablemente menos gravosas para la sociedad, y por tanto igual de eficaz pero más eficiente. Singularmente, la opción preferible es la compra o venta forzosa de la participación por la sociedad o por los demás socios<sup>(112)</sup>. Y es que la necesidad de amortizar las acciones o

(111) PULGAR EZQUERRA, «Reestructuración...», *op. cit.*, p. 30, que señala la importancia que podría jugar al respecto alcanzar un acuerdo global con el socio excluido sobre la cuantía a obtener en la salida de la sociedad, atendiendo al valor de la participación y el eventual descuento de la indemnización. Véase también a BONARDELL LENZANO y CABANAS TREJO, *Separación y exclusión...*, *op. cit.*, p. 156.

(112) Entre los poderes de los Tribunales británicos frente a las demandas de los socios minoritarios por conducta inapropiada y perjudicial —opresiva— de otros socios o de la sociedad, previstos por la secc. 996(2) de la *Companies Act* 2006 y citados *supra* nota 97, el más solicitado por los demandantes y estimado por los jueces es la orden de compra forzosa por los demandados de la participación del demandante por su justo valor —secc. 996(2)(e)—, como destaca HANNIGAN, *Company Law, op. cit.*, p. 417 y 437-440; apunta además la autora que nada impide a los socios mayoritarios promover una demanda *ex seccs.* 994 y ss., si bien los Tribunales esperan que sea capaz de solucionar el problema con otros mecanismos disponibles sobre la base de su control del poder de decisión, p. 418. También en Estados Unidos el *buyout* es el remedio preferido por los Tribunales para resolver la opresión por la mayoría, MOLL, D. K., «Shareholder Oppression and «Fair Value»: Of Discounts, Dates, and Dastardly Deeds in the Close Corporation», en *Duke L. J.*, núm. 54, 2004, pp. 308 y ss., que explora además el problema del valor razonable de la participación de la minoría; *vid.* igualmente O'NEAL y THOMPSON, *op. cit.*, vol. 2, seccs. 7:19 y ss. Y la Propuesta de Estatuto de la SPE alude a la facultad del Tribunal de ordenar la compra de

participaciones del socio separado o excluido con la consiguiente reducción de capital genera un riesgo de descapitalización de la sociedad, no comprometiéndolo sólo sus recursos sino también la propia continuidad de la empresa social<sup>(113)</sup>. La propia Ley reconoce la alternativa a esa amortización a través de la adquisición de las mismas por la sociedad<sup>(114)</sup>. Nada obsta para que igualmente se alcance un acuerdo por el que sean los socios los que adquieran libremente las mismas, respetando las eventuales restricciones estatutarias a la transmisión que lo impidan o condicionen<sup>(115)</sup>; en este sentido, en las sociedades cerradas prototípicas el mercado de los socios actuales de la sociedad es el único disponible<sup>(116)</sup>. Pero a falta de acuerdo, y/o en los casos en que la sociedad no pueda o no quiera adquirir, podría optarse por una obligación legal de compra de la participación del socio oprimido, o una obligación legal de venta de la participación del socio obstruccionista<sup>(117)</sup>.

La construcción de un deber de compra forzosa de la participación del socio minoritario oprimido, o derecho de venta a favor de éste, debiera detenerse con suma

---

las participaciones del socio excluido o separado por la sociedad o los demás socios, arts. 17.3 y 18.6. Entre nosotros, véase en referencia a la opresión de la mayoría, VÁZQUEZ LÉPINETTE, *La protección...*, *op. cit.*, pp. 109-111 y 129-136, atendiendo a la experiencia comparada; también MARTÍNEZ ROSADO, «Conductas opresivas...», *op. cit.*, pp. 358-360; y HERNANDO CEBRIÁ, «Del socio de control...», *op. cit.*, pp. 202-204.

(113) Véase MARTÍNEZ SANZ, «Causas de separación...», *op. cit.*, p. 65, señalando las cautelas que debieran tomarse para abrir las causas de separación de socios.

(114) Art. 358 de la LSC; véanse además los arts. 140 y ss.

(115) Sobre las alternativas a la amortización, BONARDELL LENZANO y CABANAS TREJO, *Separación y exclusión...*, *op. cit.*, pp. 442 y ss.; MARTÍNEZ SANZ, *La separación...*, *op. cit.*, pp. 179 y ss.; FARRANDO MIGUEL, *El derecho de separación...*, *op. cit.*, pp. 184 y ss. y SÁNCHEZ RUIZ, *La facultad de exclusión...*, *op. cit.*, pp. 279 y ss.

(116) La Propuesta de Código Mercantil de 2013 reconoce expresamente esta posibilidad como novedad, alternativa a la amortización y reducción de capital, permitiendo que los estatutos prevean un derecho de compra de la participación del socio separado o excluido a favor de los socios que permanecen en la sociedad, y en su defecto –sea de previsión estatutaria, sea de compra total o parcial por los socios– podrán los administradores disponer la compra por la sociedad atendiendo a las reglas sobre acciones o participaciones propias, *vid.* art. 271-19.2.

(117) Sobre la configuración estatutaria del derecho de separación como una obligación de adquisición forzosa de la participación del socio separado por los demás socios, y su posible introducción en la Ley, MARTÍNEZ SANZ, *La separación...*, *op. cit.*, pp. 180 y ss. En nuestro país está regulada una obligación legal de compra o de venta de acciones en el art. 60 quáter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en los arts. 47 y 48 del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, consecuencia de la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, con los caracteres propios de la formulación de dichas ofertas; *vid.* RONCERO SÁNCHEZ, A., «La compra y venta forzosa de acciones (*sell out, squeeze out*)», en RECALDE CASTELLS, J.A. y JUSTE MENCÍA, J. (coords.), *Derecho de OPAS: estudio sistemático del Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho español*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2010, pp. 677-680, en torno al fundamento de la obligación legal de compra de acciones cuando un socio ostenta una mayoría muy significativa –«superior al noventa o noventa y cinco por cien»–, y la utilidad que puede tener en caso de obstruccionismo por la minoría en sociedades cerradas, admitiendo el riesgo de abusos por el socio mayoritario en el ejercicio de su derecho de adquisición –nota 23–.

cautela en el sujeto pasivo de la obligación en relación con el contenido de ésta, pues aunque sería natural atribuir a la mayoría opresora un deber de compra de toda la participación –que por otra parte será la obligada a abonar la eventual indemnización–, no puede desconocerse que ello sería susceptible de perjudicar la posición jurídica de otros socios minoritarios, en este caso no por una dilución de su participación –como sería en un aumento de capital al que no concurrieran en ejercicio del derecho de preferencia–, sino por el riesgo de merma de su poder frente al núcleo mayoritario, que podría acabar en una posición reforzada frente a aquéllos<sup>(118)</sup>. Parece por tanto recomendable facultar a los demás socios la posibilidad de adquirir en proporción a su cuota de capital, y obligar a la mayoría opresora a la adquisición del resto.

En el caso de la obligación de venta de la participación del socio minoritario obstruccionista, el planteamiento es idéntico pero a la inversa; es decir, la cuestión es quién debe ser el titular del derecho a la compra de dicha participación, configurado como una facultad de ejercicio voluntario orientada a la ruptura de la relación jurídica de aquél con la sociedad obligándole a la venta. Parece oportuno igualmente, ahora con mayor razón, ofrecer a los demás socios la facultad de adquirir en proporción a su respectiva participación.

## VI. CONCLUSIÓN

El Derecho debe ofrecer remedios explícitos al principal problema de las sociedades de capital cerradas, que representa la realidad jurídica de buena parte de la vida empresarial actual: los abusos por los socios de su posición jurídica derivados de conflictos de interés permanentes entre ellos. El conflicto en sí es inevitable, por inherente a la participación plural en la sociedad; pero el abuso debe ser prevenible, y en todo caso corregible con medios jurídicos apropiados.

La doctrina lleva años explorando tanto las situaciones de abuso de mayoría como las de abuso de minoría en las sociedades de capital cerradas, y se evidencian entre ambas paralelismos tanto en su manifestación como en las soluciones propuestas. La afinidad es inevitable, pues son fenómenos que comparten caracterización básica y orígenes comunes.

Como se adivina en nuestra exposición, el punto de partida en ambos casos debe ser siempre la necesidad de efectuar un juicio de valor sobre si la conducta del socio en su relación interna con los demás socios y con la sociedad está amparada por el contenido y alcance de sus derechos como tal; en concreto, una valoración sobre la adecuación de su comportamiento a su deber de fidelidad al interés social<sup>(119)</sup>. Esa va-

(118) La propuesta de VÁZQUEZ LÉPINETTE, *op. ult. cit.*, pp. 114-119 y 129-136, se decanta por los «socios de control» como sujeto pasivo de la obligación de compra o derecho de venta de la participación del minoritario.

(119) Hemos aludido *supra* apartado IV a la conducta extrasocial de los socios perjudicial para el interés social como denominador común de los abusos de mayoría y de minoría –en sentido amplio y en sentido estricto–. Véase BOIZARD, «L'abus...», *op. cit.*, pp. 374-375, apuntando que el socio minori-

loración es en muchos casos extremadamente complicada, pues el interés legítimo del socio en la sociedad es siempre privado de cada uno, y esa parcela de interés propio debe ser inalterable por voluntades externas mientras se mantenga en un grado justificado de razonabilidad. En la medida en que se haya desviado de los límites de su derecho, será imprescindible la tutela de los afectados; y por el contrario si se aprecia la razonabilidad de la postura adoptada aun siendo promoción de un interés propio, entonces no procede la intervención correctiva. Este primer paso será siempre inevitable, pues, cualquiera que sea la herramienta de corrección que deba emplearse, la valoración parte de un concepto abstracto –el deber de fidelidad al interés social– que sólo se concreta a la vista de las específicas circunstancias del caso; no es posible avanzar más en la concreción *a priori* del deber, ni tampoco recomendable. Siempre tendrá el intérprete que preguntarse, en un análisis contextual de cada supuesto, si la decisión de la Junta General de no distribuir ganancias tiene una suficiente base desde un punto de vista económico-empresarial, adecuada a un plan de negocio favorable para la sociedad y que repercutirá en los socios más adelante; si el aumento de capital pretendía razonablemente obtener financiación vía recursos propios en el marco del plan de negocio; si el despido del trabajador-socio minoritario, o la separación del administrador-socio minoritario era coherente con un pobre desempeño, o con la búsqueda de una mayor especialización; si la información solicitada por el socio minoritario no era impertinente; si la solicitud de convocatoria de una Junta General extraordinaria está justificada por los motivos a tratar y el momento; si hay base y motivos para impugnar los acuerdos sociales; si el socio no asistió a una Junta General por razón distinta de una intención de bloqueo; si el socio tenía un interés legítimo al votar en contra y no meras razones obstruccionistas; etcétera. Pues, en la disyuntiva, el riesgo por exceso es la intromisión inoportuna en la ordenación de la vida societaria. Pero es claro que la concesión de derechos para la ordenación interna de la vida societaria no ampara cualquier conducta, sino que debe someterse al escrutinio sobre su uso correcto o abuso. Por eso la evaluación debe realizarse en atención a todas las circunstancias del caso concreto, analizadas en conjunto, y deteniéndose con cuidado en los síntomas propios de los abusos a que nos estamos refiriendo.

Naturalmente, el problema reclama como imprescindible proporcionar al juez –y a los socios– una variedad de soluciones que, de forma alternativa o coordinada, permitan tanto la corrección adecuada de los perjuicios causados por la manifestación de los abusos como la prevención de los riesgos implícitos a la continuidad del *statu quo* cuando éste se manifiesta injusto e ineficiente. La norma española no ha dado este último pero esencial paso, y es de esperar que provea los instrumentos oportunos para adelantarse a la insuficiencia contractual de los intervinientes.

---

tario también puede justificar su posición en una promoción adecuada del interés social, pues éste no se reduce al interés del grupo más numeroso de socios. Por su parte, HERNANDO CEBRIÁ, «Apuntes sobre el abuso...», *op. cit.*, pp. 314-317, alude a las excepciones a la conducta abusiva del socio minoritario precisamente cuando de su comportamiento pueda extraerse que actuó conforme a un interés legítimo en la sociedad, en ocasiones complicado de defender, particularmente cuando la continuidad de la sociedad esté en peligro; a este respecto, RUBIO VICENTE, «Una aproximación...», *op. cit.*, p. 98, señala con rotundidad, y con razón, que «el interés social en estos casos (...) reside en la continuidad de la sociedad».

VII. BIBLIOGRAFÍA

- ALCALÁ DÍAZ, M.A., «El conflicto de interés socio-sociedad en las sociedades de capital», en *RdS*, núm. 9, 1997, pp. 89 a 142.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., «Los problemas contractuales en las sociedades cerradas», en *InDret*, núm. 4, 2005.
- «La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales», en *RdS*, núm. 18, 2002, pp. 45 a 76.
  - «Conflictos intrasocietarios (Los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada)», en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil: homenaje al Profesor Justino F. Duque*, Valladolid, Universidad de Valladolid, 1998, pp. 89 a 112.
  - *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Madrid, Civitas, 1995.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J. y CAMPINS VARGAS, A., «El abuso de la mayoría en la política de dividendos. Un repaso por la jurisprudencia», en *Otrosí*, núm. 5, enero-marzo 2011, pp. 19 a 26.
- «La liquidación del socio que causa baja como consecuencia de su separación o exclusión», en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. III, Madrid, McGraw-Hill, 2002, pp. 3151 a 3188.
- ALONSO LEDESMA, C., «La autonomía de la voluntad en la exclusión y separación de socios», en *RDM*, núm. 287, 2013, pp. 89 a 125.
- «Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente», en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea: Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, Civitas, 1991, pp. 28 a 61.
- ALONSO UREBA, A., «El Gobierno de las Grandes Empresas (Reforma legal versus Códigos de Conducta)», en ESTEBAN VELASCO, G., (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999, pp. 95 a 135.
- ARROYO MARTÍNEZ, I., «Reflexiones en torno al interés social», en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. II, Madrid, McGraw-Hill, 2002, pp. 1845 a 1858.
- ART, R.C., «Shareholder Rights and Remedies in Close Corporations: Oppression, Fiduciary Duties, and Reasonable Expectations», en *J. Corp. L.*, 2003, núm. 28, pp. 371 a 418.
- BAINBRIDGE, S., *Corporation Law and Economics*, Nueva York, Foundation Press, 2002.
- BATALLER GRAU, J., «La disolución», en ROJO, Á. y BELTRÁN, E. (dirs.), *La liquidación de sociedades mercantiles*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2012, pp. 21 a 89.
- BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Los acuerdos impugnables en la Sociedad Anónima», en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, t. I, Valencia, Tirant lo Blanch, 1995, pp. 374 a 396.
- BOIZARD, M., «L'abus de minorité», en *Rev. Soc.*, 1988, pp. 365 a 380.
- BONARDELL LENZANO, R. y CABANAS TREJO, R., *Separación y exclusión de socios en la sociedad de responsabilidad limitada*, Pamplona, Aranzadi, 1998.

- BOQUERA MATARREDONA, J. y LATORRE CHINER, N., «La Sociedad Privada Europea», en *RdS*, núm. 33, 2009, pp. 97 a 128.
- BOWEN, M., *Fox & Bowen on the Law of Private Companies*, Londres, Sweet & Maxwell, 2ª ed., 1995.
- BRENES CORTÉS, J., *El derecho de separación del accionista*, Madrid, Marcial Pons, 1999.
- CALANDRA BUONAURA, V., «Funzione amministrativa e interesse sociale», en AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milán, Giuffrè, 2010, pp. 101 a 113.
- CHIANTIA, A., *L'ostruzionismo nell'Assemblea delle società per azioni*, Milán, Giuffrè, 2000.
- CLARK, R., *Corporate Law*, Boston, Little, Brown and Company, 1986; utilizada vigésima reimpresión por Aspen Publishers.
- COSSU, M., *Società aperte e interesse sociale*, Turín, Giappichelli, 2006.
- COTTINO, G., «Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)», en AA.VV., *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, vol. III, *Diritto Commerciale, Società*, t. I, Milán, Giuffrè, 2005, pp. 2225 a 2243.
- COUTINHO DE ABREU, J.A., «Interés social y deber de lealtad de los socios», en *RdS*, núm. 19, 2002, pp. 39 a 56.
- COX, J. y HAZEN, Th., *On Corporations*, 2ª ed., vol. II, Nueva York, Aspen Publishers, 2003.
- CRIVELLI VISCONTI, P.G., *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intransferibilità delle quote*, Turín, Giappichelli, 2011.
- DORSCHIED, P., *Austritt und Ausschluss eines Gesellschafters aus der personalistischen Kapitalgesellschaft: Eine rechtsvergleichende Untersuchung im deutschen und schweizerischen Aktien- und GmbH-Recht*, Zürich, Schulthess, 1984.
- DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., *Tutela de la minoría: impugnación de acuerdos lesivos (artículo 67 LSA)*, Valladolid, Universidad de Valladolid, 1957.
- EASTERBROOK, F.H., y FISCHER, D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1996.
- EMBED IRUJO, J.M., «Apuntes sobre los deberes de fidelidad y lealtad de los administradores de las sociedades anónimas», en *CDC*, núm. 46, 2006, pp. 9 a 48.
- «La responsabilidad social corporativa ante el derecho mercantil», en *CDC*, núm. 42, 2004, pp. 11 a 44.
- ESTEBAN VELASCO, G., «La acción individual de responsabilidad», en ROJO, A. y BELTRÁN, E. (coords.), *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, 4ª ed., Valencia, Tirant lo Blanch, 2011, pp. 169 a 254.
- «Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa (algunas consideraciones desde una perspectiva jurídico-societaria)», en AA.VV., *Responsabilidad social corporativa: aspectos jurídico-económicos*, Castellón, Universitat Jaume I, 2005, pp. 13 a 62.
- «La sociedad cerrada europea ¿figura recurrente o alternativa a la sociedad europea?», en *RdS*, núm. 13, 1999, pp. 163 a 171.
- *El poder de decisión en las sociedades anónimas: derecho europeo y reforma del derecho español*, Madrid, 1982.
- FARRANDO MIGUEL, I., «Una aproximación al «Buen Gobierno» de las sociedades anónimas abiertas», en *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 157 a 202.

- *El derecho de separación del socio en la Ley de Sociedades Anónimas y en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid, Civitas, 1998.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *La atipicidad en el Derecho de Sociedades*, Zaragoza, Pórtico, 1977.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles: (estudio especial del artículo 213 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, Madrid, Civitas, 1997.
- FLEISCHER, H., «Shareholders vs. Stakeholders: Aktien- und übernahmerechtliche Fragen», en HOMMELHOFF, HOPT y v. WERDER (coords.), *Handbuch Corporate Governance*, Colonia, Dr. Otto Schmidt, 2003, pp. 129 a 155.
- «Leitungsaufgabe der Vorstands», en FLEISCHER, H. (dir.), *Handbuch des Vorstandsrechts*, Múnich, Beck, 2006, pp. 5 a 38.
- FRAMIÑÁN SANTAS, F.J., *La exclusión del socio en la sociedad de responsabilidad limitada*, Granada, Comares, 2005.
- FRIEDEWALD, R., *Die personalistische Aktiengesellschaft*, Colonia, Heymann, 1991.
- FUENTES NAHARRO, M., «El «accionista depredador». Un acercamiento a la figura y problemática a partir de la experiencia comparada», en *RDBB*, núm. 128, 2012, pp. 7 a 33.
- GALGANO, F., *Le società per azioni, le altre società di capitali, le cooperative*, Bolonia, Zanichelli, 1973.
- GALGANO, F. y GENGHINI, R., *Il nuovo diritto societario*, 3ª ed., Pádua, Cedam, 2006.
- GARCÍA VILLAVARDE, R., *La exclusión de socios: causas legales*, Madrid, Montecorvo, 1977.
- GARRIDO GARCÍA, J.M., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia, Publicaciones del Real Colegio de España, 2002.
- GARRIGUES, J., «La protección de las minorías en el Derecho español», en *RDM*, núm. 72, 1959, pp. 249 a 269.
- *Nuevos hechos, Nuevo Derecho de la Sociedad Anónima*, Madrid, 1933.
- GARRIGUES, J. y URÍA, R., *Comentario a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Samarán, 1953.
- GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas (según la Ley de 17 de julio de 1951)*, Valladolid, Publicaciones de los Seminarios de la Facultad de Derecho de la Universidad de Valladolid, 1952.
- GUADARRAMA LÓPEZ, E., *Las sociedades anónimas: análisis de los subtipos societarios*, 3ª ed., México D.F., Ed. Porrúa, 1999.
- GUTIÉRREZ GILSANZ, J., «Sociedad anónima y exclusión de socios (Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 43 de Madrid de 16 de marzo de 1998)», en *RdS*, núm. 12, 1999, pp. 336 a 364.
- HANNIGAN, B., *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2ª ed., 2009.
- HANSMANN, H. y KRAAKMAN, R., «Agency Problems and Legal Strategies», en AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Nueva York, Oxford University Press, 2004, pp. 22 a 31.
- HAUSSMANN, F., *Vom Aktienwesen und vom Aktienrecht*, Mannheim, 1928.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., «Apuntes sobre el abuso del socio minoritario en las sociedades de responsabilidad limitada», en *RDM*, núm. 283, 2012, pp. 271 a 324.

- «Del socio de control al socio tirano y al abuso de la mayoría en las sociedades de capital», en *RdS*, núm. 37, 2011, pp. 173 a 205.
- IMMENGA, U., *Die personalistische Kapitalgesellschaft*, Wiesbaden, Athenäum, 1970.
- JAEGER, P.G., «L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)», en *Giur. Comm.*, núm. 27.6, 2000, pp. 795 a 812.
- *L'interesse sociale*, Milán, Giuffrè, 1964.
- JUSTE MENCÍA, J., *Los «derechos de minoría» en la sociedad anónima*, Pamplona, Aranzadi, 1995.
- LLEBOT MAJÓ, J.O., *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid, Civitas, 1996.
- MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F., «Opresión de la minoría. STS 1ª de 5 de marzo de 2009 (RJ 2009, 1629)», en *RdS*, núm. 34, 2010, pp. 331 a 346.
- *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de las sociedades de capital (artículo 135 LSA)*, Madrid, Marcial Pons, 2005.
- MARTÍ LACALLE, R., *El ejercicio de los derechos de minoría en la sociedad anónima*, Cizur Menor, Aranzadi, 2003.
- MARTÍNEZ ROSADO, J., «Conductas opresivas de la mayoría frente a la minoría en las sociedades cerradas (a propósito del artículo 18 de la propuesta de Reglamento de la Sociedad Privada Europea y de la Regulación Norteamericana)», en ALONSO LEDESMA, C., ALONSO UREBA, A. y ESTEBAN VELASCO, G. (dirs.), *La modernización del Derecho de Sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, t. I, Pamplona, Aranzadi, 2011, pp. 325 a 362.
- MARTÍNEZ SANZ, F., *La separación del socio en la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, McGraw-Hill, 1997.
- «Causas de separación del socio en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada», en *RdS*, núm. 6, 1996, pp. 27 a 67.
- MERLE, Ph., «Définition et sanction de l'abus de minorité», en *Rev. Soc.*, 1993, pp. 401 a 403.
- «Ce que le juge ne veut pas faire directement, le jugement valant acte, il peut le faire accomplir par un triers», en *Rev. Soc.*, 1993, pp. 404 a 408.
- MINERVINI, G., «Sulla tutela dell'«interesse sociale» nella disciplina delle deliberazioni assembleari e di consiglio», en *Riv. Dir. Civ.*, 1956, II, pp. 314 a 335.
- MITCHEL, L.E., «The Death of Fiduciary Duty in Close Corporations», en *U. Pa. L. Rev.*, núm. 138, 1990, pp. 1675 a 1731.
- MOLL, D.K., «Minority Oppression & the Limited Liability Company: Learning (or not) from Close Corporation History», en *Wake Forest L. Rev.*, núm. 40, 2005, pp. 883 a 976.
- «Shareholder Oppression and «Fair Value»: Of Discounts, Dates, and Dastardly Deeds in the Close Corporation», en *Duke L.J.*, núm. 54, 2004, pp. 293 a 383.
- «Shareholder Oppression in Close Corporations: The Unanswered Question of Perspective», en *Vand. L. Rev.*, núm. 53, 2000, pp. 749 a 827.
- MONTALENTI, P., «Interesse sociale e amministratori», en AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milán, Giuffrè, 2010, pp. 81 a 100.
- *La società quotata*, Padua, Cedam, 2004. Pertenece a la colección COTTINO, G., *Trattato di Diritto Commerciale*, vol. IV, t. 2.

- «Amministrazione e amministratori nella riforma del diritto societario», en RESCIGNO, M. y SCIARRONE ALIBRANDI, A. (coords.), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milán, Giuffrè, 2004, pp. 59 a 75.
- NETTER, O., «Zur aktienrechtlichen Theorie des «Unternehmens an sich»», en AA.VV., *Festschrift für Albert Pinner zu seinen 75. Geburtstag*, Berlín, 1932, pp. 507 y ss.
- NUZZO, A., *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Turín, Giappichelli, 2003.
- OLIVENCIA RUIZ, M., «La caracterización legal de la sociedad de responsabilidad limitada», en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. (coord.), *Tratando de la Sociedad Limitada*, Madrid, Fundación Cultural del Notariado, 1997, pp. 127 a 157.
- O'NEAL, F.H. y THOMPSON, R.B., *O'Neal and Thompson's Oppression of Minority Shareholders and LLC Members: Protecting Minority Rights in Squeeze-Outs and Other Intracorporate Conflicts*, 2ª ed., Thomson-West, vols. 1 y 2, 2004.
- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo», en *InDret*, núm. 4, 2010.
- «El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa», en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, vol. II, pp. 1805 a 1818.
- «Comentario al artículo 1665», en PAZ-ARES, BERCOVITZ, DÍEZ-PICAZO y SALVADOR CODERCH (dirs.), *Comentario al Código Civil*, Madrid, Centro de Publicaciones del Ministerio de Justicia, 1991, pp. 1302 y ss.
- «La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo», en *RdS*, núm. 20, 2003, pp. 67 a 109.
- PERRINO, M., «La «rilevanza del socio» nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione», en SANTORO, V. (dir.), *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milán, 2003, pp. 105 a 148.
- POLO SÁNCHEZ, E., «Abuso o tiranía. Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría y minoría en la sociedad anónima», en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. II, *Sociedades mercantiles*, Madrid, Civitas, 1996, pp. 2269 a 2293.
- PULGAR EZQUERRA, J., «Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías», en *EPrints Complutense*, núm. 73, febrero de 2013.
- QUIJANO GONZÁLEZ, J. y MAMBRILLA RIVERA, V., «Los deberes fiduciarios de diligencia y lealtad. En particular, los conflictos de interés y las operaciones vinculadas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas. (Estructura de Gobierno y Mercados)*, t. II, Navarra, Aranzadi, 2006, pp. 915 a 989.
- RIBSTEIN, L.E., «Close Corporation Remedies and the Evolution of the Closely Held Firm», en *W. New Eng. L. Rev.*, núm. 33, 2011, pp. 531 a 565.
- RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M., *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*, Madrid, Akal, 2003.
- RONCERO SÁNCHEZ, A., «La compra y venta forzosa de acciones (*sell out, squeeze out*)», en RECALDE CASTELLS, J.A. y JUSTE MENCÍA, J. (coords.), *Derecho de OPAS: estudio sistemático del Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho español*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2010, pp. 671 a 710.

- RUBIO VICENTE, P., «Una aproximación al abuso de minoría en la sociedad anónima», en *RdS*, núm. 21, 2003, pp. 81 a 108.
- SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, 2ª ed., Cizur Menor, Thomson-Civitas, 2007.
- *La junta general en las sociedades de capital*, Navarra, Thomson-Civitas, 2007.
- SÁNCHEZ LINDE, M., *El Principio de Mayoría en la Adopción de Acuerdos de la Junta General de la Sociedad Anónima*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009.
- SÁNCHEZ RUIZ, M., *La facultad de exclusión de socios en la Teoría General de Sociedades*, Madrid, Civitas, 2006.
- *Conflictos de intereses entre socios en sociedades de capital. (Artículo 52 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo)*, Elcano, Aranzadi, 2000.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas. (Estructura de Gobierno y Mercados)*, Navarra, Aranzadi, 2006, t. II, pp. 851 a 913. También disponible en *EPrints Complutense*.
- SEIBT, Ch. H., en SCHMIDT, K. y LUTTER, M. (coords.), *Aktiengesetz. Kommentar*, I, Colonia, Dr. Otto Schmidt, 2010, §§ 76 a 89, pp. 1041 a 1247.
- SEMENT MARTÍNEZ, S., «Abuso de minoría y ejecución judicial de acuerdos sociales no adoptados o rechazados», en *EPrints Complutense*, núm. 75, febrero de 2013.
- SPINDLER, G., en AA.VV., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, §§ 76 a 94, vol. 2, 3ª ed., Múnich, Beck, 2008, pp. 47 a 667.
- TRÍAS SAGNIER, M., «El sistema de protección del accionista inversor», en *RdS*, núm. 14, 2000, pp. 197-252.
- TRIUNFANTE, A.M., *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas. Direitos de Minoria Qualificada. Abuso de Direito*, Coimbra, Coimbra Editora, 2004.
- VÁZQUEZ LÉPINETTE, T., «La separación por justa causa tras las recientes reformas legislativas», en *RDM*, núm. 283, enero-marzo 2012, pp. 169 a 196.
- *La protección de las minorías societarias frente a la opresión*, Cizur Menor, Thomson-Civitas, 2007.
- VIERA GONZÁLEZ, J.A., «La sociedad privada europea: una alternativa a la sociedad de responsabilidad limitada», en *RDM*, 270, 2008, pp. 1331 a 1392.
- *Las sociedades de capital cerradas. Un problema de relaciones entre los tipos SA y SRL*, Cizur Menor, Aranzadi, 2002.
  - «Las sociedades de capital cerradas y causas de separación y exclusión en la SA y en la SRL», en *RdS*, núm. 17, 2001, pp. 47 a 107.
- WALTHER RATHENAU, en su *Vom Aktienwesen- Eine geschäftliche Betrachtung*, Berlín, 1917.
- WEIGMANN, R., «I doveri di collaborazione degli azionisti», en AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milán, Giuffrè, 2010, pp. 63 a 66.
- WELLS, H., «The Rise of the Close Corporation and the Making of Corporation Law», en *Berkeley Bus. L.J.*, núm. 5, 2008, pp. 263 a 316.

# LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA ANTE LOS NUEVOS RETOS REGULATORIOS (\*)

JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE

*Catedrático de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid*

ALBERTO JAVIER TAPIA HERMIDA

*Catedrático (Acreditado) de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid*

## RESUMEN

*La reciente reforma del Reglamento 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia por parte del Reglamento 462/2013 recomienda realizar una reflexión actualizada sobre los aspectos esenciales de la regulación de dichas agencias. En este sentido, partiendo de la relevancia esencial de su actividad en los mercados financieros, se examinan tanto los requisitos estructurales y funcionales (independencia, metodología, competencia, etc.) como la responsabilidad (administrativa y civil) que la regulación vigente establece para evitar que las agencias de calificación crediticia vuelvan a ser coprotagonistas de futuras crisis financieras.*

**Palabras clave:** *agencia de calificación crediticia (ACC), independencia, metodología, competencia y responsabilidad.*

## ABSTRACT

*The recent reform of Regulation 1060/2009 on credit rating agencies by Regulation 462/2013 recommends an updated reflection on some of the essential aspects of the regime of these agencies. In this regard, based on the essential importance of activity in the financial markets, we examine both the preventive mechanisms (independence, methodology, competition, etc.) and the liability (public and administrative) that current regulation establishes in order to prevent credit rating agencies from becoming costars of future financial crises again.*

**Key words:** *credit rating agency (CRA), independence, methodology, competency and liability*

---

## SUMARIO

- I. UNA NUEVA CRISIS CON VIEJOS RESPONSABLES. ENTRE ELLOS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA.

---

(\*) Este trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación «Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: Análisis crítico de las soluciones implementadas en otros ordenamientos y propuestas de modificaciones legales en Europa y en España», financiado por el Ministerio de Economía y Competitividad y cuyo investigador principal es la Profesora Carmen Alonso Ledesma (DER 2011-28265).

- II. UNA REGULACIÓN MOTORIZADA.
  - III. LA CALIFICACIÓN CREDITICIA COMO (PARTE DE LA) INFORMACIÓN FINANCIERA).
  - IV. EL *RATING* IMPRESCINDIBLE PARA LOS MERCADOS FINANCIEROS.
  - V. LOS FALLOS EVIDENTES DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA.
  - VI. EL OLIGOPOLIO COMO PROBLEMA.
  - VII. ¿UN PROBLEMA DE MÉTODO?
  - VIII. EL CONFLICTO DE INTERESES.
  - IX. UN APUNTE EN MATERIA DE RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL.
- 

## I. UNA NUEVA CRISIS CON VIEJOS RESPONSABLES. ENTRE ELLOS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

La crisis financiera iniciada en 2007 y que todavía nos acompaña ha superado anteriores situaciones en su alcance y en los efectos demoledores que ha tenido para los principales sistemas financieros internacionales y, muy particularmente, para el nuestro. Resulta lógico que tanto los distintos Estados, como las organizaciones internacionales hayan reaccionado analizando las causas del estallido de la crisis. Que en ese análisis afloren las distintas posiciones políticas era previsible, de forma que tendrá que pasar aún más tiempo y remontar estos momentos oscuros para conseguir una mejor explicación de la crisis. Lo que desde ahora cabe plantear es si resultaba igualmente predecible que en esta crisis reaparecieran «*viejos responsables*», es decir, que se comprobara –habrá que añadir que con un lógico estupor– que, en la gestación de la crisis, reaparecieran como responsables (privados de toda presunción de inocencia) quienes ya habían ostentado un similar y triste protagonismo en crisis anteriores. Situaciones como la crisis financiera con la que convivimos desde hace años no tienen una fácil explicación. A la hora de justificar cómo pudo llegarse a un escenario tan dramático como el vivido en los mercados financieros desarrollados desde el año 2008 hasta nuestros días, nunca faltan opiniones que sorprenden por su simplicidad a la hora de ubicar en un determinado hecho el origen de la crisis. Otras opiniones, más prudentes, antes que determinar de forma rotunda los motivos y responsabilidades de esa crisis, se preocupan por alertar del fallo generalizado de las distintas autoridades, entidades y procedimientos que debieran atenuar los riesgos siempre latentes en esos mercados. En todo caso, cuando ya han transcurrido varios años desde el estallido de la crisis, puede decirse que, como sucede en otras situaciones extremas, la verdad deviene, sino la primera víctima de la crisis, sí una de sus principales perjudicadas, ante la manifiesta resistencia de muchos a hacer un análisis objetivo de lo sucedido y la opción por ensalzar sólo aquellos aspectos parciales o incompletos de la situación que sirven para que quien los invoca quede exonerado de toda responsabilidad (por acción u omisión) y para reiterar los propios postulados y denostar los ajenos.

El impacto de la crisis es el resultado de circunstancias imprevistas –que no imprevisibles–, errores compartidos y una variedad de fallos de quienes debieran contri-

buir al buen funcionamiento de esos mercados. Sin ser las únicas, ni las principales responsables de tales fallos, las agencias de calificación crediticia o de *rating* vuelven a ser señaladas como contribuyentes decisivas para que la crisis financiera explotara y que lo hiciera con el alcance universal del que aún no nos hemos repuesto. Al respecto, procede hacer dos observaciones: en primer lugar, la credibilidad de dichas agencias ya había sido puesta en solfa antes del estallido de la crisis financiera global del año 2007 cuando su papel en escándalos tan sonados como el de Enron mostró que, hasta cuatro días antes de la declaración de quiebra de dicha empresa, las mayores agencias calificaban su deuda con el denominado «grado de inversión» como una inversión segura para un inversor conservador. En Europa, sus calificaciones de la deuda de Parmalat también merecieron críticas justificadas por sus excesos de optimismo. La segunda observación sobre la contribución de estas agencias al estallido o extensión incontrolada de la crisis financiera global es que, en ocasiones, se han concitado los intereses del resto de protagonistas de los mercados financieros (bancos de inversión, fondos de inversión libre o «*hedge funds*» y autoridades supervisoras) para concentrar sobre ellas una responsabilidad al modo de «*chivos expiatorios*» de los pecados de todos aquellos que también son responsables en muy gran medida de la crisis financiera<sup>(1)</sup>.

Cualquiera que resulte ser la imputación a esas agencias de su cuota de responsabilidad en la crisis, es lo cierto que, en los últimos años, ya venían concitando una reacción más consolidada a favor de una intervención sobre su actividad. Tal intervención se ha traducido, como se verá, en la regulación de una actividad que, hasta entonces, si bien no cabe afirmar que operara fuera de todo control normativo, sí que presentaba una disparidad frente a otros actores de los mercados financieros. Resultaba chocante que, en mercados que se caracterizan por una sobre-regulación de no pocos sujetos y operaciones, actores con un protagonismo tan destacado como el de las agencias de *rating* seguían moviéndose en un escenario que dispensaba una enorme libertad a los aspectos más significativos –y polémicos– de su actividad. Así, como sucede habitualmente, el interés por entender y corregir la práctica de las agencias de *rating* ha dado lugar a un especial interés doctrinal hacia su tratamiento jurídico<sup>(2)</sup>. Dado que la regulación de las agencias alumbrada en estos últimos años se ha gestado en el ámbito internacional (G-8, Unión Europea, Banco Internacional de Pagos, etc.) y a partir de una razonable coordinación de las soluciones aplicables a tan notorios actores internacionales, la referencia a la legislación y a la literatura jurídica comparada resulta imprescindible.

(1) Sobre la «*crisis de credibilidad*» de esas agencias antes y después de la crisis financiera global, puede verse TAPIA HERMIDA, A.J., *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de rating*, Aranzadi, Cizur Menor, 2010, pp. 38 y ss. y «Naturaleza y funciones de las agencias de calificación crediticia (agencias de *rating*)», *Revista Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 103 «Agencias de calificación crediticia», 2012, pp. 3 y ss.

(2) Con respecto al papel de las agencias en el sistema financiero y a la reforma en el Derecho estadounidense, v. los cuidadosos estudios de MORALEJO MENÉNDEZ, I., «La incorporación de las calificaciones de créditos a la regulación de los mercados financieros. Las NRSROS», *RDBB*, núm. 119, 2010, pp. 53 y ss. y con un alcance más general y con referencia expresa a la cuestión de la responsabilidad, ALBA FERNÁNDEZ, M.; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, T., «Las agencias de *rating* como terceros de confianza», *RDBB*, núm. 120, 2010, pp. 141 y ss.

Las agencias de *rating* tienen el dudoso honor de volver a ser identificadas como entidades que han colaborado en el colapso financiero que, desde Estados Unidos, ha contagiado –en sentido estricto– a muchos otros mercados<sup>(3)</sup>. El reproche que se les hace no es nuevo: haber valorado como inversiones seguras las que terminaron revelándose como sumamente arriesgadas. Es prácticamente lo mismo que se dijo en otras crisis precedentes, como sucedió con la caída de Enron y otras grandes compañías estadounidenses en el período 2000/2002<sup>(4)</sup>. ¡Lo han vuelto a hacer!, dirán muchos. Difícil negarlo. Lo que ahora toca es, más allá de obviedades, revisar cómo es posible que una muestra tan evidente del mal funcionamiento de los mercados financieros pueda repetirse y adoptar medidas que impidan que se repita<sup>(5)</sup>.

## II. UNA REGULACIÓN MOTORIZADA

Esto último parece que ya se ha iniciado, puesto que –desde el inicio de la crisis financiera en 2008– se ha producido un cambio normativo esencial que afecta a las agencias de calificación crediticia o *rating*. A este respecto, hay que empezar diferenciando dos ámbitos en el desarrollo de la regulación de estas agencias: por una parte, el ámbito global de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/

---

(3) En sus conclusiones sobre la experiencia estadounidense, *The Financial Crisis Inquiry Report*, p. xxv (que puede consultarse en <http://fcic.law.stanford.edu/>) señalaba a las agencias de *rating* como uno de los componentes del sistema financiero a los que atribuía una responsabilidad en lo acaecido diciendo que: «*We conclude the failures of credit rating agencies were essential cogs in the wheel of financial destruction. The three credit rating agencies were key enablers of the financial meltdown. The mortgage-related securities at the heart of the crisis could not have been marketed and sold without their seal of approval. Investors relied on them, often blindly. In some cases, they were obligated to use them, or regulatory capital standards were hinged on them. This crisis could not have happened without the rating agencies. Their ratings helped the market soar and their downgrades through 2007 and 2008 wreaked havoc across markets and firms. In our report, you will read about the breakdowns at Moody's, examined by the Commission as a case study. From 2000 to 2007, Moody's rated nearly 45,000 mortgage-related securities as triple-A. This compares with six private-sector companies in the United States that carried this coveted rating in early 2010. In 2006 alone, Moody's put its triple-A stamp of approval on 30 mortgage-related securities every working day. The results were disastrous: 83% of the mortgage securities rated triple-A that year ultimately were downgraded. You will also read about the forces at work behind the breakdowns at Moody's, including the flawed computer models, the pressure from financial firms that paid for the ratings, the relentless drive for market share, the lack of resources to do the job despite record profits, and the absence of meaningful public oversight. And you will see that without the active participation of the rating agencies, the market for mortgage-related securities could not have been what it became*». Para consultar una traducción española de las conclusiones del Informe v., FUENTES NAHARRO, M.; FERNÁNDEZ TORRES, I., «Conclusiones de *The Financial Crisis Inquiry Report*», RDBB, núm. 121, 2011, pp. 191 y ss.

(4) En la construcción de los denominados «*gatekeepers*», se ha atribuido a las agencias de *rating* esa condición y la consiguiente responsabilidad en la crisis corporativa de 2000. Al respecto, ver COFFEE, J.C., JR., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid* ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=325240](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=325240)) y PARTNOY, F., *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers* ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=900257&rec=1&srcabs=285162](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257&rec=1&srcabs=285162)).

(5) V. CAZORLA PRIETO, L.M., «La inserción de las agencias de *Rating* en el incipiente gobierno de la globalización financiera», RDBB núm. 129, 2013, pp. 206 y ss.

IOSCO) que, en el año 2003, redactó un Informe y unos Principios, a los que siguieron la elaboración de un Código de Conducta en el año 2004 que fue revisado en 2008. Por otra parte, hay que destacar la Ley de Responsabilidad y Transparencia de las Agencias de Calificación Crediticia, que, en los EE.UU., revisó la regulación de la Ley de 2006.

Pero, sin duda, en lo que a nuestro interés afecta, hay que reparar en la regulación de estas agencias en el Derecho comunitario europeo<sup>(6)</sup> y, en particular, en nuestro Ordenamiento. En este régimen comunitario y, por ende, español, podemos distinguir dos tipos de regulaciones que se diferencian por sus momentos de origen, sus ámbitos de aplicación y sus motivos:

En primer lugar, en el ámbito del mercado bancario en particular, encontramos que la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE contempla la actividad de las Agencias de Calificación Externa (identificadas por su acrónimo anglosajón ECAI) como entidades cuyas calificaciones externas de crédito de determinados activos y situaciones de riesgo pueden ser utilizadas por las entidades de crédito para determinar su solvencia conforme al denominado «*método estándar*». En nuestro Ordenamiento, el régimen especial de estas agencias está reconocido en la Ley 13/1985, en el Real Decreto 216/2008 y en la Circular 3/2008, modificada por la Circular 4/2011, del Banco de España.

En segundo lugar, en el ámbito del mercado financiero en general, las Agencias de Calificación Crediticia se regularon por vez primera por el Reglamento (CE) 1060/2009 de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia<sup>(7)</sup>. Este Reglamento persigue cuatro objetivos generales con la finalidad última de mejorar el proceso de emisión de las calificaciones crediticias: primero, garantizar que estas agencias eviten los conflictos de intereses en el proceso de calificación y, cuando surjan, los gestionen adecuadamente; segundo, mejorar la calidad de los métodos empleados de las calificaciones; tercero, lograr una mayor transparencia, imponiendo a las agencias obligaciones de información; y, cuarto, establecer un marco eficaz de registro y supervisión, evitando la búsqueda del «*fuero más ventajoso*» y el arbitraje regulatorio entre Estados miembros de la UE.

Este Reglamento (CE) 1060/2009, ha sido objeto de las siguientes vicisitudes regulatorias que exponemos por su orden cronológico:

Primero, ha sido modificado por el Reglamento (UE) núm. 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011<sup>(8)</sup>. Esta modificación persigue,

(6) V. GARCÍA ALCUBILLA, R.; RUIZ DEL POZO, J., «Credit Rating Agencies on the Watch List. Analysis of European Regulation», Oxford University Press, 2012.

(7) DOUE L 302 de 17 de noviembre de 2009, pp. 1 y ss. Sobre este Reglamento, v. TAPIA HERMIDA, A.J., RDBB, núm. 116, 2009, pp. 306 y ss.

(8) V. TAPIA HERMIDA, A.J., «Novedades en la regulación comunitaria y española de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de *rating*)», RDBB, núm. 123, 2011, pp. 295 y ss.

en general, reajustar el sistema de control público de estas agencias en la Unión Europea, que se caracterizaba por un grado de complejidad por completo ineficiente e inadecuado al tipo de actividad y a la velocidad de los mercados financieros en los que se desarrolla. En particular, los tres aspectos esenciales en los que incide el Reglamento (UE) núm. 513/2011 son: a) Primero, consagra a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM o, en su acrónimo inglés, ESMA) –que es una de las tres Autoridades que integran el subsistema de supervisión microprudencial que forma parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF)<sup>(9)</sup>– como el responsable exclusivo del registro y de la supervisión de estas agencias en la Unión Europea, sin perjuicio de su facultad de delegar tareas específicas en las autoridades competentes de los distintos Estados Miembros o de celebrar acuerdos de cooperación para el intercambio de información con las autoridades de supervisión de terceros países<sup>(10)</sup>. b) Segundo, incrementa las exigencias de transparencia de la información que deben presentar los emisores de instrumentos financieros calificados ante el mercado porque la divulgación de esa información intensificará la competencia entre las agencias y el número de calificaciones no solicitadas, reduciendo el riesgo de conflictos de intereses motivados por el modelo «*el emisor paga*» y la dependencia de los emisores respecto de las calificaciones (considerando 7). c) Tercero, agrava muy notablemente el régimen sancionador aplicable a estas agencias porque potencia las competencias sancionadoras de la AEVM, amplía las multas punitivas y las multas coercitivas que se pueden imponer (artículos 36 bis y ss.), tipifica muy detalladamente las infracciones que pueden cometer las agencias (añadiendo un Anexo III al Reglamento (CE) núm. 1060/2009 con una extensa lista de infracciones clasificadas según se relacionen con conflictos de intereses, requisitos de organización o de funcionamiento; con obstáculos a la actividad de supervisión; o con las disposiciones sobre divulgación o información) y detalla los coeficientes que deben ser utilizados por la AEVM para la imposición de sanciones (añadiendo un Anexo IV al Reglamento (CE) núm. 1060/2009 con una lista de coeficientes ligados a los factores agravantes o atenuantes).

Segundo, en nuestro Ordenamiento se ha publicado la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre Agencias de Calificación Crediticia. Esta Ley trata de los dos aspectos fundamentales siguientes: a) La implantación en nuestro Ordenamiento del estatuto jurídico de las agencias de calificación crediticia. Y, dado que el Reglamento comunitario –cuando establece los requisitos estructurales y funcionales exigibles a dichas agencias– no requiere adaptación al Derecho interno; la Ley 15/2011 concreta las facultades de supervisión y sanción de la CNMV, modificando

---

(9) Sobre este Sistema, v. el estudio de TAPIA HERMIDA, A.J., RDBB, núm. 121, 2011, pp. 9 y ss.

(10) Esta Autoridad se ha mostrado muy activa en su labor preparatoria de la regulación comunitaria de desarrollo sobre las agencias, tal y como lo podemos verificar en las notas de TAPIA HERMIDA, A.J., «Documento consultivo de la ESMA de directrices y recomendaciones sobre el objeto del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia», RDBB núm. 129, 2013, pp. 322 y ss. y «Consulta de la Autoridad Europea de Valores y Mercados sobre normas técnicas de desarrollo del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia», RDBB núm. 131, 2013, pp. 261 y ss.

parcialmente para ello los artículos 84, 85, 91, 92, 95, 99, 101, 102 y 104 de la LMV. Con especial atención a la cooperación de CNMV con las autoridades competentes de otros Estados miembros de la Unión Europea. b) El uso de las calificaciones crediticias emitidas por aquellas Agencias con fines reglamentarios por las entidades de crédito (modificando la Ley 13/1985), los fondos de titulización (modificando la Ley 19/1992), las empresas de servicios de inversión (modificando el artículo 70 de la LMV) y las instituciones de inversión colectiva (modificando la Ley 35/2003). Sin perjuicio de volver sobre ello, la legislación española refleja de manera muy clara la paradoja que acompaña a las agencias de *rating*: son denostadas a la vez que la regulación refuerza su importancia en el normal funcionamiento de los mercados financieros, al convertir sus calificaciones en el presupuesto normativo de aspectos fundamentales del régimen de inversiones<sup>(11)</sup>.

Tercero, el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 ha sido objeto de desarrollo por una serie de Reglamentos Delegados de la Comisión<sup>(12)</sup> que han incidido en los siguientes aspectos: el registro de las agencias de calificación crediticia, con incidencia particular en el coste de la supervisión pública y en la transparencia del proceso de registro<sup>(13)</sup>; la metodología utilizada por las agencias de calificación crediticia para elaborar sus calificaciones, con particular atención a la evaluación pública de su conformidad<sup>(14)</sup>; y la transparencia de las agencias de calificación crediticia, en particular, las comunicaciones generales y periódicas<sup>(15)</sup>.

(11) En la armonización europea, los Estados conservan el poder de determinar los supuestos en los que procede solicitar la calificación: «Los Estados miembros deben conservar la potestad de establecer y aplicar el régimen de sanciones aplicables en caso de infracción de la obligación de las entidades financieras y de otro tipo de utilizar, a efectos reglamentarios, únicamente las calificaciones crediticias que hayan sido emitidas por agencias de calificación crediticia registradas de conformidad con el Reglamento (CE) núm. 1060/2009» (Considerando 21 del Reglamento UE núm. 513/2011, de 11 de mayo de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia –en adelante, «Reglamento 513/2011»–. A modo de ejemplo, cabe citar los modificados artículos 6.2 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y 70.2 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

(12) TAPIA HERMIDA, A.J., «Desarrollos recientes de la regulación de las agencias de calificación crediticia (agencias de *rating*) en la Unión Europea», Revista Iberoamericana de Mercados de Valores, núm. 36/2012, julio 2012 (cuatrimestral), pp. 2 y ss. y «Reglamentos comunitarios de desarrollo sobre las agencias de calificación crediticia», RDBB núm. 127, 2012, pp. 310 y ss.

(13) Son los siguientes: Reglamento Delegado (UE) núm. 272/2012 de la Comisión, de 7 de febrero de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con las tasas que deben pagar las agencias de calificación crediticia a la Autoridad Europea de Valores y Mercados; y el Reglamento Delegado (UE) núm. 449/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la normas técnicas de regulación relativas a la información que debe proporcionarse para el registro y la certificación de las agencias de calificación crediticia.

(14) Es el Reglamento Delegado (UE) núm. 447/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación aplicables a la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación crediticia.

(15) Son los siguientes: Reglamento Delegado (UE) núm. 446/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y

En cuarto y último lugar, el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 ha sido modificado por el Reglamento (UE) núm. 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, que incide en los siguientes aspectos<sup>(16)</sup>: la reducción de la excesiva dependencia de los *ratings* por parte de las autoridades, entidades financieras e inversores, el aumento de la transparencia y de los requisitos aplicables a los *ratings* de bonos soberanos, el aumento de la diversidad y la introducción de criterios más estrictos de independencia de las agencias de *rating*; la introducción de un régimen especial de responsabilidad civil de estas agencias frente a los inversores, el rigor en su metodología, el fomento de la visibilidad de las agencias pequeñas y la mejora de la comparabilidad de los *ratings*.

A modo de conclusión de este epígrafe regulatorio, podemos afirmar que, si bien es cierto que el panorama legislativo descrito establece un nuevo marco cada vez más detallado del desarrollo de la actividad de estas agencias, ello no nos exime de analizar las normas establecidas con el necesario rigor para entender su función en los mercados y, a partir de ahí, poder exigir las responsabilidades eventuales que depara una deficiente calificación crediticia. Y esta reflexión resulta particularmente necesaria cuando observamos que, desde el inicio de la crisis, estas agencias han sido criticadas tanto por su excesivo «*optimismo*», con la errónea presentación ante terceros de un deudor como solvente o de un valor como una envidiable inversión; como por su injustificado «*pesimismo*». En los años 2008 a 2010, la crítica a las agencias por su calificación de deuda privada coincidía en el reproche hacia un «*upgrading*» general e injustificado<sup>(17)</sup>. Desde el año 2011, la genuina cólera contra las agencias se basa en la censura opuesta: Estados y gobiernos descalifican los «*downgrading*» de su respectiva deuda<sup>(18)</sup>. Por lo tanto, vemos como las críticas a estas agencias se han realizado

---

del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre el contenido y el formato de los informes periódicos sobre los datos relativos a las calificaciones que deberán presentar las agencias de calificación crediticia a la Autoridad Europea de Valores y Mercados; y el y el Reglamento Delegado (UE) núm. 448/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012, por el que se completa el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información que las agencias de calificación crediticia deberán comunicar a un registro central establecido por la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

(16) V. «Stricter rules for credit *rating* agencies to enter into force», European Commission, Brussels 18.06.2013, IP/13/155 y «New rules on credit *rating* agencies (CRAs) enter into force - frequently asked questions», European Commission, Brussels 18.06.2013, MEMO/13/571. Además, sobre este Reglamento puede verse TAPIA HERMIDA, A.J., «Modificación del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia», RDBB núm. 131, 2013, pp. 257 y ss.

(17) El lento camino de la Justicia hace que las sentencias y demandas que se van conociendo en el ámbito internacional datan de estas «*alegres*» calificaciones otorgadas en las épocas de bonanza financiera. Así en las «Conclusiones de la Jornada» sobre «Las agencias de *rating* en una nueva encrucijada», RDBB núm. 129, 2013, p. 271 y ss. nos referíamos a los casos siguientes: el 5 de noviembre de 2012, la Corte Federal de Australia condena a Standard & Poors a indemnizar a 13 Ayuntamientos de las pérdidas sufridas por haber invertido en unos instrumentos financieros estructurados calificados con la triple AAA y el 5 de febrero de 2013, el Gobierno de los EEUU demanda a Standard & Poors por defraudar a los inversores al otorgar la máxima calificación crediticia a determinados obligaciones hipotecarias entre marzo y octubre de 2007.

(18) Ver SÁNCHEZ-ANDRADE FERNÁNDEZ, M.J., «Los *rating* de la deuda pública española», RDBB núm. 129, 2013, p. 228 y ss.

al observar en su conducta una cierta manifestación de la «*Ley del péndulo*» porque parece que han querido subsanar la pérdida de credibilidad que les ocasionaron unas calificaciones excesivamente generosas de grandes emisores privados que acabaron sumidos en situaciones de insolvencia con degradaciones de calificaciones de emisores tanto privados como públicos que se han considerado excesivamente rigurosas por injustificadas y procíclicas porque han servido en muchos casos para iniciar una espiral de pérdida de credibilidad que ha dificultado su acceso a los mercados de capitales que, a su vez, ha dañado su solvencia como una «*profecía que se cumple a si misma*».

### III. LA CALIFICACIÓN CREDITICIA COMO (PARTE DE LA) INFORMACIÓN FINANCIERA

Es un lugar común –que no por ello deja de ser cierto– decir que los mercados financieros son mercados de información y que esta es una mención imprescindible para diseñar las estructuras de su correcto funcionamiento. Quienes acuden a esos mercados se encuentran con una oferta ingente de propuestas de inversión. Los ordenamientos someten esas propuestas a un régimen de información que debe facilitar un adecuado conocimiento al inversor de las características del contrato, valor o producto que se le presenta y de la solvencia de los respectivos emisores. Ser una sociedad cotizada o una entidad emisora acogida a cualquier otro estatuto, privado o público, supone asumir una considerable carga informativa: explicar al mercado no sólo cuáles son las condiciones del emisor y del valor producto en el momento de la colocación o emisión, sino las que se prevén a lo largo de toda su vigencia.

En este sentido se ha dicho que la calificación crediticia cumple, en los mercados financieros, una función primordial de interpretación y traducción en términos alfanuméricos de la información disponible sobre la solvencia de los emisores de valores. En particular, la calificación crediticia contribuye de forma significativa a la eficiencia de los mercados de valores entendida tanto en un sentido genérico (que dichos mercados cumplan adecuadamente su labor de trasvase del ahorro a la inversión productiva) como en un sentido específico (que la información disponible en el mercado sobre los emisores y los valores emitidos se traduzca en términos de cotización). De ahí que las calificaciones crediticias reduzcan la asimetría informativa que existe entre los emisores que apelan al ahorro del público inversor, conociendo perfectamente la información relevante que ellos mismos generan; y los inversores que deben tomar sus decisiones de inversión con un conocimiento suficiente del riesgo de crédito o de solvencia de los emisores que ellos asumen.

Los inversores disponen, por regla general, de un considerable volumen de información que, sin embargo, no está depurada de forma cualitativa para conocer qué parte de ella es la verdaderamente importante y que, en ocasiones, no merece por su parte la diligente revisión que aconseja la correspondiente propuesta. La falta de esa revisión o evaluación de la información obedece a que, bien resulta complejo diferenciar lo relevante frente a lo que no lo es, o bien la información presenta una complejidad técnica que la hace difícilmente comprensible para un inversor medio. Para suplir esa falta de actividad o de capacidad, intervienen una serie de sujetos cuya actividad, desa-

rollada en momentos diversos y sobre la base de funciones igualmente variadas, tiene como nota común, la de llevar a cabo una revisión de la información disponible que se traduce en una opinión. Se trata de los denominados «*intermediarios informativos*» o «*cancerberos*» («*gatekeepers*») de los mercados financieros entre los que debemos citar a los auditores, cuya verificación de cuentas o estados financieros se realiza frente a terceros<sup>(19)</sup>, a los analistas de inversiones y a las propias agencias de *rating*. Cada uno de ellos formula su opinión o valoración conforme a distintos procedimientos y formulaciones y tales dictámenes producen diferentes efectos jurídicos y conllevan responsabilidades diversas para quienes los emiten<sup>(20)</sup>.

Así, los auditores emiten un informe con contenidos tasados, que deben recoger una declaración fundamental y otras accesorias. Los analistas recomiendan comprar o vender, pero tan breve opinión debe acompañarse de su correspondiente justificación. Las agencias de *rating*, sin embargo, son conocidas por el extremo laconismo y la contundencia de su opinión. Ésta se traduce en una telegráfica combinación de guarismos y signos. Signos o fórmulas reducidos, pero cuya determinación produce efectos transcendentales para los afectados: la pacífica captación de recursos que facilita grandes operaciones o inversiones, el inicio de un declive del emisor que puede terminar en su concurso, la mayor onerosidad de la financiación de la deuda pública y, como venimos viendo desde el verano de 2011, genuinas crisis políticas derivadas de la revisión de la calificación de la deuda de determinados Estados.

Por lo anterior, es importante no confundir a las agencias de calificación crediticia con los analistas de inversiones ni con las empresas de asesoramiento financiero, porque las calificaciones que emiten las primeras no deben considerarse recomendaciones de inversión, ya que no incitan directamente a adquirir o enajenar instrumentos financieros y únicamente inciden en uno de los tres criterios clásicos (rentabilidad, riesgo y liquidez) para analizar una inversión. Tampoco deben confundirse aquellas agencias con los auditores de cuentas porque la misión de las primeras no es revisar y verificar los documentos contables en general y las cuentas en particular, sino que en sus calificaciones parten de aquellas cuentas auditadas para aplicar sus métodos de evaluación de solvencia.

#### IV. EL *RATING* IMPRESCINDIBLE PARA LOS MERCADOS FINANCIEROS

Cualquier solución de la calificación crediticia como un problema regulatorio o para el correcto funcionamiento de los mercados de valores debe asumir que estamos ante una dependencia fundamental del conjunto del sistema financiero hacia aquella

---

(19) «Se entenderá por auditoría de cuentas la actividad consistente en la revisión y verificación de las cuentas anuales, así como de otros estados financieros o documentos contables, elaborados con arreglo al marco normativo de información financiera que resulte de aplicación, siempre que aquella tenga por objeto la emisión de un informe sobre la fiabilidad de dichos documentos que pueda tener efectos frente a terceros» (artículo 1.2 del Texto Refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio).

(20) V. GOMEZ JORDANA, I., «El *rating* como contrato», RDBB núm. 129, 2013, pp. 214 y ss.

calificación. La actuación deficiente de esas entidades no permite, sin más, proponer su desaparición puesto que, como se ha señalado de forma repetida, los emisores de instrumentos financieros, los mercados y los inversores padecen una dependencia notabilísima de la calificación del crédito o de la solvencia de terceros. No es concebible una derogación o sustitución del actual sistema de *rating*, lo que no excluye, como resulta obvio, la necesidad de corregir lo que se ha evidenciado como un mal funcionamiento de las entidades responsables de la calificación, que no en vano se ven sometidas en estos momentos a reclamaciones múltiples en muy distintas jurisdicciones<sup>(21)</sup>.

En este sentido, es importante constatar que existen distintos tipos de usuarios de las calificaciones crediticias y cada tipo de usuario tiene sus propias razones para utilizar y, en su caso, pagar los costes de aquellas calificaciones. Por una parte, en el ámbito privado encontramos que son los emisores de los instrumentos financieros –simples, derivados o estructurados– los que se benefician en primera instancia de las calificaciones crediticias porque contar con ellas es un requisito imprescindible para poder acceder al mercado de valores como mecanismo de financiación y, en particular, disponer de calificaciones benévolas les permite reducir el coste de aquella financiación conforme a un principio de proporcionalidad inversa según el cual, cuanto mayor sea la calificación, menor será el coste del interés que el emisor deba pagar por su valores. En el otro extremo de la relación, encontramos a los inversores, que son los principales destinatarios de las calificaciones emitidas por las agencias de calificación crediticia. Aquí es importante distinguir entre los inversores particulares, para quienes aquellas calificaciones constituyen sus principales –cuando no únicas– referencias para decidir si invierten o desinvierten en los emisores o valores calificados y los inversores institucionales, que utilizan aquellas calificaciones con efectos regulatorios, porque su propia normativa les impone adquirir para su carteras de inversión instrumentos financieros calificados y que usan también tales calificaciones como criterios de contraste de sus propias evaluaciones de riesgo.

Por otra parte, en el ámbito público, los Estados mantienen una peculiar relación de «*amor-odio*» con las agencias de calificación crediticia porque, por una parte, necesitan de sus buenas calificaciones para acceder y financiarse en los mercados de

---

(21) En estos últimos años se han anunciado distintas iniciativas contra las agencias de *rating*. Por su trascendencia cabe destacar la impulsada y aún no concluida por la *Securities Exchange Commission* (SEC). En Italia se anunció una investigación penal impulsada por la Fiscalía y en España contamos con la presentación ante la Audiencia Nacional de una querrela contra las tres grandes agencias de *rating* por parte de «*un grupo de abogados, reunidos bajo la plataforma 'Unión por las Libertades Civiles y el Observatorio de los Derechos Económicos y Sociales'*». Tomamos de la noticia de agencia la explicación de la motivación de la querrela: «*En la querrela, se les acusa de ser "unas empresas que modulan, manipulan y generan situaciones, contraviniendo la legalidad penal, para obtener unos beneficios tanto directos como indirectos"*. Esta querrela es la primera presentada en Europa contra las agencias de *rating*. En concreto, se acusa a estas agencias de actuar como un "oligopolio" –cuentan con un 90% del mercado–, lo que les permite regular y controlar los mercados financieros con sus informes de calificación. La querrela estima que las agencias han obtenido por estas prácticas unos beneficios anuales de 3.000 millones de euros, con márgenes de hasta un 50%. El 75% de sus ingresos provienen de las comisiones que cobran a los emisores por calificar sus títulos». Disponible, entre otros medios, en [www.eleconomista.es](http://www.eleconomista.es). Son actuaciones cuya importancia radica no en cómo comienzan, sino en cuál es su resultado.

deuda a un coste razonable y, por otra parte, las degradaciones de sus calificaciones les condenan a pagar intereses exorbitantes a quienes adquieren dicha deuda. De lo que tenemos buena prueba en nuestro caso. Por si fuera poca la complejidad de la relación entre los Estados y aquellas agencias, hay que recordar que los primeros regulan y supervisan la actividad de las segundas. Lo que nos recuerda la situación del «*alguacil alguacilado*».

Así pues, vemos que contar con una calificación crediticia mínima de «*grado de inversión*» que pronostique la solvencia del emisor es algo que resulta imprescindible tanto para los emisores públicos como para los privados. Hemos asistido en estos últimos meses al goteo de informaciones que detallaban las oscilaciones que merecía la calificación de la deuda de tal o cual Estado europeo o americano. Ante esas noticias se observan reacciones paradójicas: quienes reciben complacidos una calificación positiva de su deuda por parte de las principales agencias de *rating*, reaccionan con notorio desapego y desprecio cuando la valoración se expresa en sentido contrario. Cualquier reforma debe abandonar esa visión miope y a corto plazo que pasa por la reacción particular con respecto a emisiones concretas.

Si asumimos que determinadas calificaciones o revisiones de éstas tienen consecuencias muy serias sobre intereses particulares y generales, no puede olvidarse que ese daño podrá ser indemnizado allí donde se acredite una relación de causalidad con aquella calificación culposa. Algunas reacciones institucionales son coherentes, en su severidad, con la expresa discrepancia hacia tal calificación. Es lo que sucede cuando las autoridades supervisoras o el ministerio público de tal o cual Estado inician un expediente administrativo o una investigación penal como reacción ante concretas calificaciones y agencias. Por el contrario, por muy solemne que sea la afirmación que esa calificación es un error, parece abonarse la conclusión contraria si no hay ulterior reacción. En realidad, esa discrepancia resignada supone un reconocimiento de la necesidad de contar con la calificación, incluso cuando incorpore una revisión a la baja hacia la solvencia del emisor.

Por lo anterior, las últimas modificaciones del Reglamento de 2009 por el de 2013 tienden, precisamente, a reducir la dependencia excesiva que tienen las entidades financieras respecto de las calificaciones crediticias y, para ello, les obliga a realizar sus propias evaluaciones del riesgo de crédito (artículo 5 bis), al tiempo que limita el uso de dichas calificaciones crediticias por las Autoridades Europeas de Supervisión y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (artículo 5 ter) e insta a la Comisión a seguir revisando las referencias que a las calificaciones crediticias se hacen en la legislación de la Unión (artículo 5 quater).

## V. LOS FALLOS EVIDENTES DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA

Podemos hablar de deficiencias en la actividad de las agencias de *rating*, o utilizar un lenguaje mucho más directo y denunciar fallos repetidos y generalizados en la evaluación de la solvencia de determinados emisores o productos financieros. Y podemos afirmar que «*llueve sobre mojado*» puesto que esos fallos son los mismos que se pusieron de manifiesto en la crisis corporativa estadounidense de principios del siglo XXI.

Podrán citarse numerosos ejemplos en los que sociedades cotizadas o instituciones financieras que merecían la más alta calificación financiera pasaron «*en horas veinticuatro*» a los procedimientos de insolvencia. E igualmente, qué productos financieros más o menos complejos que habían sido colocados entre todo tipo de inversores con el aval de idéntica y muy favorable calificación crediticia, pasaron a ser «*papel mojado*» y a motivar la ruina de sus titulares. Sin duda, tan dramática realidad plantea un problema de responsabilidad. Pero además de eso, obliga a analizar las causas que han hecho posible llegar a esa situación que, debe insistirse, era previsible en la medida en que ya se había registrado no hace tanto tiempo atrás.

La reiteración de los anteriores argumentos no debe llevar, sin embargo, a negar lo obvio. Los fallos advertidos, abundantes y repetidos, van acompañados de una enorme mayoría de calificaciones «*pacíficas*» que revelan que el problema de la responsabilidad contractual o extracontractual que dimana de las calificaciones deficientes es menor que el de la absoluta dependencia del régimen legal de los sistemas financieros hacia ese sistema de evaluación. Por lo tanto, el ordenamiento no busca tanto servir al castigo de las agencias negligentes y facilitar la indemnización de sus víctimas, como establecer un sistema que, tras identificar los principales defectos de esa actividad de calificación, los limite y someta tal actividad a una regulación acorde con un su esencial función en el sistema. Basta con leer las normas europeas recientes para constatar que cuantas medidas se adoptan para un mejor funcionamiento de las agencias, se acompañan de una llamada a la diligencia de los usuarios de las mismas<sup>(22)</sup>.

## VI. EL OLIGOPOLIO COMO PROBLEMA

Es un lugar común cuando se habla de agencias de *rating* referirse a la enorme concentración que se produce en ese mercado. Son contadas las entidades responsables de la *cuasi* íntegra elaboración de las valoraciones crediticias a las que los mercados prestan especial atención. Tres agencias –Moody's, S & P y Fitch– copan ese mercado. Las dos primeras se reparten el 80% de ese mercado y, entre las tres, llegan al 97%. La existencia de muchas otras agencias no ha conseguido alterar esa situación de oligopolio que da lugar a un círculo vicioso. Cuando la crisis sigue formando parte de nuestra vida cotidiana, también sucede lo mismo con la enorme incidencia y repercusión informativa que merecen los informes de esas mismas agencias dominantes, cuya posición parece difícilmente atacable para nuevos competidores, incluso

---

(22) V., por ejemplo, el Considerando (10) del Reglamento 1060/2009: «*Se considera que las agencias de calificación crediticia, en primer lugar, no han reflejado con la suficiente prontitud en sus calificaciones el deterioro de las condiciones del mercado y, en segundo lugar, no han ajustado a tiempo sus calificaciones crediticias a la vista de la agravación de la crisis del mercado. La mejor forma de corregir esos fallos es adoptar medidas en relación con los conflictos de intereses, la calidad de las calificaciones crediticias, la transparencia y gestión interna de las agencias de calificación, y la supervisión de sus actividades. Los usuarios de las calificaciones no deben confiar ciegamente en ellas, sino que deben procurar encarecidamente realizar su propio análisis y actuar en todo momento con la debida diligencia antes de confiar en esas calificaciones*».

para quienes lleguen al *rating* precedidos de una acreditada capacidad de investigación económica<sup>(23)</sup>.

Para comprender esta situación es imprescindible partir de la base del modelo de competencia entre estas agencias basado en su reputación<sup>(24)</sup> que causa que el acceso al mercado de calificaciones crediticias se vea obstaculizado por dos tipos de barreras: en primer lugar, barreras regulatorias, porque las agencias deben cumplir una serie de condiciones de acceso tanto en su estructura jurídica y económica como en sus funciones organizativas y de metodología para gozar del registro y consiguiente licencia de actividad comunitaria. Una de las barreras regulatorias determinantes del oligopolio de estas agencias de calificación crediticia deriva de la exigencia de que sus calificaciones sean generalmente aceptadas en el mercado como requisito previo para su homologación o reconocimiento. En segundo lugar, se añaden las barreras que el propio mercado opone al acceso de nuevas firmas al mercado de calificaciones crediticias porque tanto los emisores como los inversores quieren contar con calificaciones emitidas por agencias reputadas internacionalmente y cuyos servicios también sean utilizados por los Estados cuando emiten deuda y por los reguladores financieros nacionales cuando evalúan la solvencia de los bancos o de los emisores en general. Una de las barreras de mercado determinantes del oligopolio nace del efecto combinado entre el dominio de unas pocas firmas y el hecho de que, por regla general, el mercado no requiere más de dos o tres calificaciones crediticias reputadas.

La solución, sin embargo, no es que existan registradas más agencias de calificación, sino que, dentro de ellas, aparezca un número superior al actual de agencias con capacidad de calificar Economías, empresas y productos financieros de una manera que se acredite como certera, con una metodología aceptable y cumpliendo los requisitos que se reclaman desde hace decenios en esta actividad. Atender este propósito no es algo que dependa, tan sólo, de criterios supervisores o normas más o menos severas, sino de la realidad de los mercados financieros y de su globalización. Evaluar las propuestas de financiación o evaluación de inversiones reclama medios adecuados: esto exige, en el caso de las agencias de *rating*, una presencia geográfica suficientemente representativa para poder afirmar que la calificación que se realiza cuenta con un adecuado conocimiento de la zona y su Economía, así como con la mínima experiencia que reclama valorar tal o cual sector de actividad. Esto es lo que, aparentemente, ofrecen los integrantes del triunvirato tantas veces citado y de lo que carecen los nuevos competidores.

Las grandes agencias gozan de una reputación –con las matizaciones que luego se harán– que las convierten en protagonistas necesarios en grandes operaciones y en protagonistas de portadas y amplia cobertura en la totalidad de los medios económicos. Eso sucede, precisamente porque cuentan con una capacidad suficiente para atender

---

(23) Nos remitimos, como ejemplo, al anuncio de la agencia de investigación Kroll de introducirse en el *rating*: v. el reportaje de MORRISEY, J., «A Corporate Sleuth Tries the Credit Rating Field», en *The New York Times*, el pasado 26 de febrero de 2011, disponible en [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com).

(24) Entre nosotros, v. LOSADA LÓPEZ, R., «Agencias de *rating*: hacia una nueva regulación», CNMV, Monografía núm. 34, enero 2009.

una demanda globalizada de inversión. Para los emisores, porque saben que con el respaldo de cualquiera de ellas podrán disfrutar de un más fácil acceso a muchos y más amplios mercados que los locales respectivos. Para los inversores, porque ese aval de cualquiera de las grandes agencias satisface los requerimientos –de carácter prudencial o voluntario– a la hora de ejecutar una inversión.

Nos acercamos así al que constituye una característica propia de la actividad examinada y que me permitiré enunciar como el de la «*reputación inatacable*». Partamos de lo que ha sucedido en los últimos años y, en especial, desde 2007 hasta la actualidad. Dada la concentración que existe en tal actividad, poco reparo puede merecer que se apunte al triunvirato que conforman las tres grandes para atribuirles una mayor responsabilidad. Sin embargo, nos encontramos con que, en el momento presente, la realidad de los mercados de deuda vuelve a reproducir la misma situación observada en 2008. Los Gobiernos y los emisores privados esperan con extrema atención la calificación que la deuda respectiva pueda merecer de cualquiera de esas tres, a quienes contratan al efecto, conscientes de la relevancia que en los mercados siguen mereciendo esas calificaciones. Es una situación excepcional: algunas Economías se han hundido, son mayoría los Estados que han invertido ingentes cantidades de recursos públicos para lidiar la crisis, han caído grandes instituciones financieras, algunos de sus gestores afrontan responsabilidades muy graves pero en materia de calificación crediticia, los supuestos corresponsables del caos reaparecen (algunos dirán que nunca se han ido) con energía renovada.

Ante esa paradoja –cuyo aparente fundamento fáctico resulta más que discutible– no han faltado reacciones razonables. Ante todo, puede cuestionarse que el drama de determinados mercados y deudores tenga en las agencias el grado de responsabilidad señalado. Ahora bien, aceptado que en la pluralidad de errores y causas de esas crisis las agencias participaron en alguna medida de innegable relevancia, abordar su estatuto jurídico resultaba ya inaplazable. En especial desde este lado del Atlántico, lo que no es una mera circunstancia geográfica, sino un síntoma del problema a resolver. Las agencias dominadoras son estadounidenses. No se encontraban sometidas a la supervisión de autoridad europea alguna, sin perjuicio de que su nombre aparece vinculado a un volumen significativo de las emisiones e instrumentos que se colocan y negocian en los mercados europeos. Lo primero resulta trascendente si recordamos ciertos instrumentos que, teniendo como valor o activo subyacente elementos patrimoniales o derechos radicados o vigentes en Estados Unidos, fueron objeto de una colocación masiva entre inversores europeos acreditados por el *rating* máximo concedido por aquellas agencias. Vale tanto hablar de ciertas «*titulizaciones*», como de bancos de inversión. Los Juzgados españoles son hoy una sucesión de litigios que evocan aquellas colocaciones: Lehman, Madoff, bonos islandeses, etc. Inversiones que antaño se presentaban como la oportunidad de afortunados «*elegidos*», cuya mención describe hoy la ruina y la desaparición de tantos.

El Reglamento 1060/2009 fue la manifestación principal de la reacción europea ante la inquietud que genera que una actividad decisiva para la confianza en los mercados europeos y para la tutela de los inversores que participan en los mismos. Esa actividad no podía eludir toda supervisión de las autoridades que, sin embargo, son señaladas como responsables indirectos de esos perjuicios por su «*falta de acción*»

frente a las agencias de *rating*. De ahí que la actividad de calificación que se traduzca en informes u opiniones en mercados europeos forme parte de la tarea de una nueva agencia europea (la AEVM o ESMA) que facilite su supervisión, lo que implica para las grandes agencias la creación de una filial en territorio europeo.

Con buen criterio, la reacción no termina en esa sujeción de las agencias a una supervisión más estricta y directa por la AEVM, sino en medidas que se proyectan sobre la propia actividad. Entre éstas, destaca la que llama la atención sobre la necesidad de reducir la dependencia de las calificaciones. Es decir, el tratamiento adecuado del *rating* no puede limitarse a actuar sobre las agencias, sino sobre todos los participantes en los mercados. Muchos de ellos deben abandonar esa fácil y confiada remisión al *rating* como elemento determinante para la valoración de un riesgo y buscar criterios alternativos, que pasan necesariamente por realizar una valoración propia<sup>(25)</sup>.

En el ámbito comunitario se ha planteado –especialmente, a resultas de las degradaciones de las deudas soberanas– combatir el oligopolio creando una Agencia pública europea de calificación crediticia. En concreto, en su Dictamen de 21 de junio de 2012 sobre la Propuesta de Reglamento de 15 de noviembre de 2011, el Comité Económico y Social Europeo<sup>(26)</sup> criticaba, por una parte, a las agencias de calificación crediticia porque su estructura de propiedad propicia los conflictos de intereses, por su falta de independencia, por su falta de credibilidad, por su falta de responsabilidad efectiva, por su modelo de remuneración dependiente y por su metodología sesgada y, por otra parte, a la Comisión Europea por su lentitud al reaccionar frente a los abusos de dichas agencias y su falta de ambición al regularlas. En consecuencia, el CESE hacía dos tipos de propuestas fundamentales: primero, crear una ACC europea independiente y, segundo, prohibir la emisión de calificaciones sobre la deuda soberana.

Sin embargo, la modificación en 2013 del Reglamento de 2009, tras analizar *«la cuestión de la Agencia Europea de Calificación Crediticia»* en la evaluación de impacto, consideró que no procedía crear una Agencia Europa de Calificación Crediticia financiada con fondos públicos porque las contraindicaciones en cuanto a los conflictos de intereses y a la falta de credibilidad<sup>(27)</sup> –especialmente, cuando dicha Agencia tuviera que calificar la deuda soberana de los Estados– superaban las ventajas que pudiera tener dicha creación (aumentar la diversidad de opiniones en este mercado y ofrecer una alternativa al modelo *«el emisor paga»*).

---

(25) Destaca la propuesta del Consejo de Estabilidad Financiera, trasladada al G-20, para reducir la importancia de las agencias en esa calificación, plasmada en el documento *«principios para reducir la dependencia en las calificaciones de las agencias de rating»*, comentada por TAPIA HERMIDA, A.T., en la nota publicada en *RDBB*, núm. 120 (2010), pp. 278 y ss.

(26) V. la nota de TAPIA HERMIDA, A.J., *«Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre las agencias de calificación crediticia»*, *RDBB* núm. 127, 2012, pp. 322 y ss.

(27) En este sentido, el documento MEMO/13/13 de la Comisión Europea de 16 de enero de 2013 antes citado detalla, en su apartado 12 (p. 9), las razones para no promover dicha Agencia, entre las que destaca el coste previsto para dicha implantación que oscilaría entre los 300 y 500 millones de euros para un periodo de 5 años.

A lo anterior cabe añadir que, para abrir el mercado de calificaciones crediticias, la modificación en 2013 del Reglamento de 2009 establece la obligatoria rotación de las agencias y el consiguiente estímulo del uso por los emisores o terceros vinculados de múltiples agencias con cuotas no superiores al 10% del mercado total (artículo 8 quinquies).

No queremos acabar este epígrafe sin mencionar otro aspecto decisivo de la posición competitiva de las agencias de calificación crediticia que resulta relevante para dificultar el acceso de nuevas agencias y para distorsionar eventualmente la competencia entre las agencias existentes. Nos referimos a las calificaciones no solicitadas, a las que se refiere el artículo 14 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 exigiendo que las agencias divulguen su política al respecto y los procedimientos que apliquen cuando produzcan este tipo de calificaciones que pueden ser instrumentos poderosos para persuadir a un emisor sobre la conveniencia de solicitar –y pagar– calificaciones en lo sucesivo y para competir deslealmente en el mercado<sup>(28)</sup>.

## VII. ¿UN PROBLEMA DE MÉTODO?

Sintetizar en este trabajo los aspectos fundamentales de la completa regulación de las agencias de *rating* resulta imposible, dada la variedad y el alcance de las normas de organización, actuación y supervisión que han quedado consagradas a nivel europeo y estatal. Por ello, debemos limitar este análisis a los aspectos más llamativos a la hora de exponer el cambio de escenario en el que pasan a desarrollarse estas agencias. El primero es el de la importancia que adquiere en la legislación lo que podríamos denominar el «*método de calificación*». El análisis informativo o político de las calificaciones se reduce a su resultado: si se mantiene, sube o baja el *rating* de una entidad emisora o de los instrumentos financieros emitidos. Sin embargo, ese dato considerado aisladamente es irrelevante desde el punto de vista legislativo. Lo que preocupa al legislador es el método seguido para llegar a ese resultado y la relación que el mismo guarda con lo que podríamos describir como *standards* generales de la valoración solicitada de las agencias y, no menos importante, con la metodología observada por la misma agencia en otras calificaciones precedentes.

Frente a lo que suele ser habitual en otros aspectos de la legislación financiera, en donde las normas someten a las empresas a determinados criterios de valoración o contabilización de elementos patrimoniales; en materia de calificación crediticia existe un reconocimiento de la autonomía de cada agencia a la hora de establecer su metodología. Esto se traduce en el principio de no interferencia, que ha quedado plasmado en el artículo 23 del Reglamento 1060/2009, que –tras su modificación por el Reglamento (UE) núm. 513/2011 y bajo el significativo epígrafe de «*no interferencia en el contenido de las calificaciones ni en las metodologías*»– ordena tanto a la AEVM, como a la Comisión y a las autoridades de los Estados miembros, no interferir en las metodologías que utilizan las agencias de calificación crediticia.

(28) V., entre nosotros, el estudio de MUÑOZ GARCÍA, A., «Los *ratings* no solicitados», RDBB núm. 129, 2013, pp. 246 y ss.

Será la propia agencia quien deba revisar sus métodos, para lo que deberá incluir en su organización personas o departamentos encargados de llevar a cabo esa función de revisión, haciéndolo con independencia de aquellas personas o servicios autores de las calificaciones y siendo el Consejo de administración la instancia ante la que deberán informar los propios revisores. Este reconocimiento de la autonomía metodológica y revisoría es compatible con la configuración de la actividad supervisora y sancionadora a partir de lo que podríamos describir como infracciones metodológicas.

La norma principal en esta materia metodológica es el artículo 8 del Reglamento 1060/2009 –modificado en su redacción por el Reglamento (UE) núm. 462/2013– que establece una serie de reglas generales que son tan simples como razonables. La primera es la publicidad como condición y presupuesto de la transparencia. Los métodos deben ser hechos públicos, comprendiendo las descripciones de modelos e hipótesis fundamentales, matemáticas o de correlación, utilizados en sus actividades de calificación<sup>(29)</sup>. Por supuesto, tal publicidad afecta a cualquier modificación del método, que deberá comunicarse de forma inmediata, dada la trascendencia que tiene para las calificaciones ya realizadas y las futuras. La segunda regla atiende a la información utilizada. Toda agencia debe asegurarse de que la información utilizada es de calidad y proviene de fuentes fiables y, cumplidos esos requisitos, una correcta calificación es aquella que se emite a partir del análisis completo de la información disponible. Como sucede con otras de las reglas metodológicas fundamentales, su importancia se pone de manifiesto por la habilitación específica que se hace al órgano supervisor para que compruebe su observancia. Así, a la AEVM se le atribuyen facultades especiales de investigación, inspección y sanción en relación con el uso que las agencias hayan podido hacer de esa información, lo que lleva aparejado la tipificación como infracción específica<sup>(30)</sup>. La tercera regla es coherente con la necesidad de adaptar la opinión que encierra toda calificación con los posibles cambios que el paso del tiempo implique para el objeto de la misma. Para ello se impone un deber general de seguimiento y revisión de la calificación cada vez que se den cambios sustanciales –cuya advertencia y determinación requieren de las agencias la adopción de mecanismos internos correspondientes– en los mercados financieros o en las condiciones macroeconómicas. Son precisamente estas revisiones a la baja las que tanta zozobra provocan entre emisores e inversores, cuando se proyectan sobre emisiones sometidas a largos plazos de vencimiento o, directamente, sobre emisores públicos o privados que realizan una constante apelación a los mercados. Dentro de esa obligación de revisión, el ordenamiento presta especial atención a lo que podríamos llamar la revisión periódica de calificaciones ya emitidas. Para ello, se impone un límite normativo máximo anual. Esto es, la agencia tendrá que revisar al menos una vez al año las calificaciones y métodos aplicados<sup>(31)</sup>. Como cuarta regla básica que toda agencia debe observar nos encontramos con la referida a la validación o comprobación de los métodos de calificación tomando en cuenta la experiencia. Esto lo expresa el artículo 8.3 del Reglamento 1060/2009 diciendo que

(29) Anexo I, Sección E, I, 5) del Reglamento 1060/2009.

(30) Artículos 23 bis y siguientes del Reglamento 1060/2009.

(31) Anexo III del Reglamento 1060/2009, apartado 46.

la convalidación metodológica deberá hacerse «a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva». Esta última reviste una importancia singular, como expresa la adición al citado Reglamento del artículo 22 bis, que impone como labor específica de la AEVM la verificación de la efectiva aplicación de esa simulación retrospectiva, lo que no es sólo una constatación por la autoridad de la aplicación de esa técnica, sino su presupuesto, esto es, que toda agencia dispone de procedimientos que le permiten incorporar a sus métodos los resultados de tal simulación.

Si precisamos con mayor detalle, por su importancia, el análisis de este artículo 8 del Reglamento 1060/2009, vemos que su apartado 3 resume la exigencia del empleo de métodos de calificación «rigurosos, sistemáticos, continuados y que puedan ser validados a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva». Es previsible que a este respecto, la AEVM haga uso de la habilitación para dictar normas técnicas de desarrollo de ese mandato y de concreción de las características apuntadas en todo método de calificación. Previamente, la aprobación del Reglamento 513/2011 comportó una revisión profunda del Reglamento 1060/2009 en este aspecto, como lo expresa el desarrollo de normas principales y, sobre todo, la numerosa tipificación de cuestiones metodológicas como el núcleo de varias infracciones incluidas en el nuevo Anexo III al Reglamento 1060/2009.

Así pues, vemos que las agencias deberán emplear métodos de calificación que sean rigurosos, sistemáticos, continuados y que puedan ser validados a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva conforme establece el artículo 8.3 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009. Estas previsiones genéricas han sido desarrolladas en el Reglamento Delegado (UE) núm. 447/2012 de la Comisión que establece las normas técnicas de regulación aplicables a la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación crediticia. Esta evaluación se realizará por la AEVM, en todo caso, con ocasión del examen de las solicitudes de registro que efectuará conforme al artículo 15 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 y, además, eventualmente, cuando lo estime oportuno para comprobar la conformidad permanente con aquellos principios de los métodos de calificación utilizados por las agencias registradas. Por ello, tales agencias deberán poder demostrar, en todo momento, a la AEVM aquella conformidad de su metodología de calificación (artículos 2 y 3 del Reglamento Delegado (UE) núm. 447/2012). Las normas técnicas que establece este último Reglamento Delegado (UE) nº 447/2012 desarrollan los criterios para evaluar la conformidad de un método de calificación utilizado por una agencia con las cuatro características exigibles conforme al artículo 8.3 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009, a saber:

a) El rigor de un método de calificación dependerá de que contenga controles y procesos claros y sólidos para su elaboración y aprobación que permitan su adecuada impugnación e incorporen modelos analíticos, hipótesis fundamentales y criterios que sean fiables, pertinentes y relacionados con la calidad. Las ACCs deberán enumerar y explicar detalladamente los factores cualitativos y cuantitativos utilizados en la aplicación de aquellos métodos, con especial atención a la función de revisión (artículo 4).

b) El carácter sistemático de un método de calificación exigirá que las ACCs lo apliquen en la formulación de todas las calificaciones de una determinada clase de ac-

tivos o segmento del mercado, a menos que exista una razón poderosa para apartarse de los mismos (artículo 5).

c) La continuidad de un método de calificación exigirá que se utilice, a menos que exista una razón objetiva para cambiarlo o interrumpir su utilización (artículo 6).

d) La validación, a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva, de un método de calificación exigirá que las ACCs describan, entre otros factores, sus historiales de solidez y capacidad de predicción y el grado de desviación de las tasas reales de incumplimiento y pérdida (artículo 7).

El estudio de las normas metodológicas de la calificación crediticia, incluso en su formulación básica, revela la complejidad de la tarea que comporta la actividad de las agencias y la deformación que padece en su difusión. El ya comentado laconismo de los *ratings* o de sus revisiones o anuncios de revisiones, facilita una traducción cuasi telegráfica a los mercados e inversores, lo que abona, en especial entre los sectores menos cualificados, la impresión de que los cambios en el *rating* expresan una voluble modificación del criterio al impulso de circunstancias más o menos notorias. La realidad dista de ser esa y la mejor argumentación nos la da el propio ordenamiento que, aun respetando la libertad de cada agencia en su actuación, la somete a un principio de metodología y transparencia que debe asegurar que, precisamente, detrás de un sintético mensaje sobre la solvencia de un emisor, existe un riguroso estudio de información que, aplicando la metodología exigida, lleva a ese resultado. En suma, la diligencia o el acierto en el *rating*, no depende tanto del resultado, cuando de su correcta elaboración.

Sin perjuicio de ello, habrá que alertar del distinto objeto que pueden tener las calificaciones y, por lo tanto, de la variedad de métodos requeridos. Entre las observaciones más interesantes que ha merecido el *rating* crediticio figura la que distingue entre la calificación de emisores y la de instrumentos financieros. Se llama la atención sobre el hecho de que sólo una decena de grandes corporaciones estadounidenses obtenían la más alta calificación (AAA) mientras eran decenas de miles los instrumentos financieros (prioritariamente creados en el marco de una «*titulización*») que «*merecieron*» esa misma distinción<sup>(32)</sup>.

Parece, por lo tanto, que es en la calificación de instrumentos financieros donde radica el problema. Al menos desde un punto de vista cuantitativo, pues no puede olvidarse que algunos de los errores más clamorosos de los años pasados radicaron en la

---

(32) Citando al ex-Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Hank Paulson, TORRERO señala que en julio de 2006 sólo nueve empresas merecían la triple A, mientras que en enero de 2008, 64.000 instrumentos financieros merecían esa calificación (v. TORRERO MAÑAS, A., *La crisis financiera internacional. Cuarto año*, Madrid, 2011, p. 48). Por su parte, DAVIES remacha que eran doce las empresas cotizadas en Estados Unidos con triple A, a la vez que 65.000 *securitization instruments* la recibieron. Lo llamativo fue que muchos de los activos subyacentes a esos títulos habían recibido una calificación muy inferior (BBB), y lo dramático fue que poco tiempo después, las mismas agencias comenzaron a reducir esa calificación crediticia con respecto a un número muy extenso de aquellos títulos –como es conocido, en especial, aquellos que tenían como subyacentes préstamos hipotecarios– (v. DAVIES, H., *The Financial Crisis, Who is to Blame*, Cambridge, 2010, p. 124).

valoración de la solvencia de grandes corporaciones, que merecían la más alta pocos días antes de su hundimiento.

Esa disparidad se debe a la confluencia en la valoración de empresas de otras entidades y profesiones, que aunque sea desde perspectivas distintas a las que puedan aplicar las empresas de *rating*, comparten con éstas una misma información básica sobre una empresa, vinculada principalmente con las cuentas anuales y con referencias objetivas sobre sus resultados, operaciones, proyectos, etc.

Por último, la modificación en 2013 del Reglamento de 2009 incide en la metodología de calificación crediticia de dos tipos de instrumentos financieros, que se ha revelado como particularmente problemática en los últimos tiempos. En primer lugar, en cuanto a la calificación de la deuda soberana, el Reglamento (UE) núm. 462/2013 introduce la exigencia de que sus calificaciones analicen la especificidad del Estado miembro emisor y la prohibición de anuncios de revisión de las calificaciones de un grupo determinado de países, amén de nuevas exigencias sobre las comunicaciones públicas de dichas calificaciones soberanas (artículo 8 bis). En segundo lugar, en cuanto a la calificación de los instrumentos de financiación estructurada, el Reglamento de 2013 incide en la información que ha de servir de base para las respectivas calificaciones crediticias, dado que en dicha información están implicados no solo el emisor sino también las entidades originadoras y patrocinadoras (artículo 8 ter y artículo 8 quater).

## VIII. EL CONFLICTO DE INTERESES

Cualquier aproximación al tratamiento informativo o incluso técnico de la calificación crediticia está plagada de referencias a situaciones de conflicto de intereses<sup>(33)</sup>. No nos parece que esa proliferación se corresponda tampoco con la gravedad de los problemas observados en la realidad. Es innegable que la actividad de las agencias está abocada a verse afectada por situaciones potenciales de conflicto, pero esto sucede con otras muchas profesiones o actividades que pululan en el entorno de los mercados financieros (bancos de inversión, analistas, auditores, etc.). Como sucede en el caso de éstos, la regulación de las agencias de calificación presta especial atención a la identificación y delimitación de las situaciones de conflicto. Es tan detallado el régimen normativo a este respecto que también aquí bastará con formular algunas consideraciones generales.

En primer lugar, debemos distinguir los conflictos de interés particulares, que enfrentan los de una determinada agencia de calificación crediticia con los de un emisor calificado; de los conflictos de interés generales que enfrentan los de las agencias con los intereses de los inversores y del mercado financiero en general. A este respecto, el Comité Técnico de la OICV ha identificado las siguientes fuentes principales de los conflictos de intereses de las agencias de calificación crediticia:

- a) Los honorarios que las agencias perciben de los emisores y que pueden llevarles

(33) V. LÓPEZ MARTÍNEZ, M., «Independencia y conflictos de interés en la actividad de las agencias de *rating*», RDBB núm. 129, 2013, pp. 238 y ss.

a reducir el riesgo asignado a estos o a los valores que emiten para retenerles como clientes. b) El acceso de las agencias a información confidencial, que puede llevar a que su personal se vea tentado a abusar de dicha información para adquirir o vender los valores afectados. c) La prestación, por parte de las agencias, de servicios accesorios al propio de calificación, porque sus calificaciones pueden verse influidas por el hecho de que un determinado emisor contrate con ella o con su grupo servicios accesorios de consultoría. d) Los intereses financieros que las agencias puedan mantener en los emisores calificados y que pueden conducir a un manifiesto conflicto entre el interés del mercado por contar con una calificación objetiva y el de la agencia por efectuar una calificación benévola del riesgo que presenta un emisor participado por ella.

El «*gran conflicto*» se denuncia habitualmente en relación con la circunstancia de que sea el propio emisor de valores o el deudor que solicita una calificación de su solvencia el que asuma el coste de ese servicio. De nuevo podría responderse que ese mismo problema es común a otras actividades en las que un informe u opinión que busca tener efectos sobre terceros es financiado por el sujeto al que se refiere tal opinión. Pero no es ese el argumento relevante.

Sentada la naturaleza imprescindible de la calificación para el funcionamiento de los mercados financieros, la retribución de las agencias resulta una consecuencia lógica. Que esa retribución derive en un problema depende de que las reglas se aseguren de alejar la determinación o la cuantía de la misma de la elaboración y del resultado del *rating* solicitado. Esto se traduce en reglas tan simples como la de que quien negocia los honorarios nunca forme parte de los servicios propiamente encargados de la calificación<sup>(34)</sup>. Otras reglas en materia de conflicto de intereses apuntan a la independencia de la agencia y de sus analistas con respecto al emisor o deudor analizados. Baste con citar algunas reglas cuya infracción se traducirá en la correspondiente sanción administrativa: (i) la prohibición de que los analistas reciban ningún tipo de gratificación de empresas vinculadas con la agencia a los efectos de su calificación<sup>(35)</sup>; (ii) la prohibición de que directivos o empleados se incorporen a una entidad calificada dentro de los seis meses siguientes a la emisión del *rating*<sup>(36)</sup>; (iii) revisión necesaria de la actuación de un analista en los dos años anteriores a su incorporación a una entidad calificación por la agencia<sup>(37)</sup> y (iv) limitación del periodo máximo durante el que un mismo analista principal (cuatro años) o analista (cinco años), participan en la calificación de una misma entidad<sup>(38)</sup>.

A las anteriores se suman otras disposiciones no menos importantes y que reproducen mecanismos propios del gobierno corporativo a la hora de combatir comportamientos irregulares. Así, cabe mencionar la presencia relevante de consejeros

---

(34) Anexo III, apartado 28 del Reglamento 1060/2009.

(35) Artículo 7.2 y Anexo III, apartado 35 del Reglamento 1060/2009.

(36) Apartado 36 del Anexo III del Reglamento 1060/2009.

(37) Apartado 31 del Anexo III del Reglamento 1060/2009.

(38) Apartados 37 y 38 del Anexo III del Reglamento 1060/2009.

independientes en la agencia, no ya en cuanto a su número, sino en relación con las funciones que se les confían y las condiciones en las que se impone a la agencia que permita el desempeño por sus consejeros independientes de tales funciones<sup>(39)</sup>. También es destacable el reconocimiento específico de la figura de los *whistleblowers*, al considerar una infracción sancionable cualquier represalia sobre quien hubiere denunciado al responsable del cumplimiento un comportamiento ilícito de algún analista o de cualquier otro empleado de la agencia<sup>(40)</sup>.

Por último, la modificación en 2013 del Reglamento de 2009 incide en la independencia y los conflictos de intereses que pueden plantear tanto las relaciones de las agencias con las entidades que inviertan en su capital<sup>(41)</sup> como la prolongación excesiva de sus contratos para la emisión de calificaciones crediticias sobre retitulizaciones<sup>(42)</sup>.

## IX. UN APUNTE EN MATERIA DE RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL

Antes que nada, debemos señalar que las agencias de calificación crediticia –al estar sujetas a una regulación especial y de modo semejante a los restantes intermediarios financieros– pueden incurrir tanto en responsabilidad civil como en responsabilidad administrativa, amén de la penal que siempre asoma en el horizonte, con contornos muchas veces inquietantes sobre la finalidad última de las querellas.

En el plano administrativo<sup>(43)</sup>, estas agencias podrán ser sancionadas por los poderes públicos en dos casos: primero, cuando infrinjan las normas que configuran su estatuto jurídico especial, contenidas en el Reglamento (CE) núm. 1060/2009, y en sus normas comunitarias y nacionales de desarrollo y aplicación. Segundo cuando infrinjan las normas de conducta típicas del mercado de instrumentos financieros, fundamentalmente contenidas en la Directiva 2003/6/CE sobre operaciones con información privilegiada y abuso de mercado.

En el plano civil, es evidente que un comportamiento ilícito de cualquier agencia encuentra en nuestro Ordenamiento una respuesta para llevar adelante acciones de esa naturaleza donde se considere que determinados daños patrimoniales pueden ser reclamados. Tanto desde la óptica contractual como de la extracontractual<sup>(44)</sup>, una eventual

(39) Apartados 4, 6, 7, 8, 9 y 10 del Anexo III del Reglamento 1060/2009.

(40) Apartado 30 del Anexo III del Reglamento 1060/2009.

(41) Artículo 6 bis, sobre «*conflictos de intereses relacionados con inversores en agencias de calificación crediticia*».

(42) Artículo 6 ter, sobre «*duración máxima de la relación contractual con una agencia de calificación crediticia*».

(43) V. GARCÍA ALCUBILLA, R., «La supervisión de las agencias de *rating* en Europa», RDBB núm. 129, 2013, pp. 219 y ss.

(44) V. TAPIA HERMIDA, A.J., «La responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia («Agencias de *Rating*»)», en Revista de Derecho del Mercado de Valores, núm. 7, 2010, pp. 9 y ss. y ALBA FERNÁNDEZ, RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, *cit.*, RDBB, núm. 120, 2010, pp. 171 y ss. Sobre la complejidad de establecer una responsabilidad de las agencias sobre los cauces generales que derivan

acción contra las agencias basada en la negligente o dolosa elaboración de calificaciones crediticias, topa con el requisito fundamental de enlazar el daño padecido con hechos imputables a las mismas.

En los mercados financieros, hechos negativos como es el hundimiento de la cotización de determinados valores o el encarecimiento de las condiciones financieras para un emisor resultan difícilmente vinculables con una circunstancia aislada. En concreto, el conocimiento de una determinada calificación o de una revisión de la misma no suele aparecer como causa única o directa de los daños derivados de un descenso en la cotización. Sin perjuicio de ello, nos encontramos además con que, de poder establecerse esa relación entre la calificación y el daño, el criterio determinante pasaría por analizar los fundamentos del *rating*, es decir, si éste supuso un comportamiento negligente de la agencia con respecto a la información recibida y analizada. El conocimiento de una calificación negativa no legitima una reclamación indemnizatoria. Es la negligencia en la calificación lo que lo hace.

Desde el punto de vista regulatorio, debemos recordar que la exigencia de responsabilidad civil a las agencias de calificación crediticia aparece ya en la redacción inicial del considerando 69 del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 cuando dice que «cualquier reclamación contra una agencia de calificación crediticia por el incumplimiento de las disposiciones del presente Reglamento debe hacerse de conformidad con la legislación nacional aplicable en materia de responsabilidad civil». La evolución de la actividad de estas agencias y la reacción de los Estados frente a las degradaciones de la calificación de su deuda pública han llevado a intensificar la función reguladora de su responsabilidad y ello se ha reflejado, como hemos visto, tanto en la agravación de su responsabilidad administrativa contenida en el Reglamento (UE) núm. 513/2011 como en la regulación de su responsabilidad civil contenida en el Reglamento (UE) núm. 462/2013 que añade un título III bis sobre «responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia» integrado por un único artículo 35 bis que empieza diciendo, en su apartado 1: «Si una agencia de calificación crediticia ha cometido de forma deliberada o por negligencia grave alguna de las infracciones enumeradas en el anexo III que afecte a una calificación crediticia, los inversores o emisores podrán reclamar a dicha agencia de calificación por los datos y perjuicio que hayan sufrido a causa de tal infracción».

Vemos que se trata de un tipo específico de responsabilidad civil que no excluye otras reclamaciones de responsabilidad civil que puedan interponerse conforme a los Ordenamientos nacionales y que delimita su legitimación activa por referencia, bien a los inversores que han tomado decisiones de inversión o desinversión basándose en calificaciones crediticias, o bien a los emisores que se han visto dañados por una determinada calificación crediticia sin haber proporcionado información inexacta o engañosa a la agencia calificadora o al público en general.

---

del sistema establecido en la aplicación del artículo 1902 Código Civil v. YZQUIERDO TOLSADA, M., «Rating y responsabilidad civil. Una primera reflexión», RDBB núm. 129, 2013, pp. 258 y ss. y especialmente, ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., «La responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia («Agencias de Rating»), Cizur Menor, 2013, pp. 183 y ss.

Por otro lado, interesa destacar que la redacción final del artículo 35 bis difiere significativamente de la Propuesta de Reglamento de 2011 porque «suaviza» notablemente la posición de las agencias de calificación crediticia frente a las eventuales demandas de responsabilidad. Ello es así porque el texto final que introduce el Reglamento de 2013 elimina mecanismos típicos de protección de los inversores como pueden ser la inversión a su favor de la carga de la prueba o la irrenunciabilidad anticipada de sus derechos por el inversor, extremos ambos contemplados en aquella Propuesta de 2011<sup>(45)</sup>.

En efecto, el texto definitivo del artículo 35 bis del Reglamento de 2009 que introduce el Reglamento de 2013 retoma los principios clásicos de la responsabilidad civil por daños de tal modo que obliga al inversor o emisor que reclame la responsabilidad civil de una agencia a presentar información precisa y detallada sobre la comisión de una infracción del Reglamento y la aceptación de la calificación por la misma. En este mismo sentido, permite también la limitación anticipada de la responsabilidad civil de las agencias siempre que sea razonable y proporcionada y esté autorizada por el Derecho nacional aplicable. En coherencia con lo anterior, el artículo 35 bis establece que las reclamaciones de responsabilidad civil se regirán por el Derecho nacional aplicable conforme a las normas del Derecho internacional privado.

Conviene insistir en que este régimen comunitario específico no impedirá que las agencias respondan civilmente por los daños causados conforme a las legislaciones de los distintos Estados comunitarios<sup>(46)</sup>, lo que obligará a tomar en consideración el régimen general de la responsabilidad civil en cada uno de ellos. Sin perjuicio de lo anterior, podemos identificar algunos presupuestos comunes de la eventual exigencia de aquella responsabilidad civil a los que nos referimos seguidamente.

En primer lugar, hay que partir del alcance preciso de las calificaciones crediticias que no son recomendaciones de inversión, pero tampoco meras opiniones sobre la solvencia de un emisor o de un instrumento financiero. El Reglamento (CE) núm. 1060/2009 las define como «*un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, una acción preferente u otro instrumento financiero, o de un emisor de tal deuda u obligación financiera, obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación*». Esta definición produce efectos directos sobre la eventual responsabilidad civil, tanto por inclusión, ya que las agencias responderán, por ejemplo, de los daños que causen a un inversor por una calificación manifiestamente excesiva a la vista de la información disponible, como por exclusión puesto que las agencias no responderán del lucro cesante que pueda reclamar un inversor por la falta de rentabilidad de un instrumento financiero calificado.

(45) V. las «Conclusiones de la Jornada» sobre «Las agencias de *rating* en una nueva encrucijada», RDBB núm. 129, 2013, pp. 271 y ss.

(46) El apartado 5 del artículo 35 bis dice: «*el presente artículo no excluye otras reclamaciones de responsabilidad civil que puedan interponerse de conformidad con el Derecho nacional*».

El segundo presupuesto consiste en que las agencias de calificación crediticia asumen obligaciones de medios –que no de resultado– en cuanto al contenido sustancial de la calificación emitida. Y, por lo tanto, tendrá importancia esencial determinar en qué medida se hayan podido desviar de la «*lex artis*» que establece la diligencia profesional específicamente exigible que determinara, en su caso, su culpa leve en concreto.

En tercer lugar, también habrá que discriminar la responsabilidad civil de las agencias respecto de la de sus administradores, directivos, analistas y empleados y establecer en qué medida la de estos últimos puede imputarse a las primeras. Por último, la estructura multinacional de las agencias más importantes y las únicas decisivas obligará a plantearse en qué medida se puede producir una comunicación de responsabilidades de las matrices a las filiales o participadas.

Establecidos los anteriores presupuestos, el nacimiento de la responsabilidad civil por daños de una agencia de calificación crediticia exigirá la concurrencia de los tres requisitos clásicos: primero, que la agencia haya realizado un acto dañoso, entendido como un incumplimiento, por acción u omisión, total o parcial, de sus obligaciones legales o convencionales que le resulte imputable a título de dolo o culpa. Segundo, que el inversor o emisor demandante haya sufrido un daño patrimonial en concepto de daño emergente o lucro cesante. Tercero y último, que exista una relación de causalidad eficiente entre el acto dañoso de la agencia y el daño sufrido por el inversor o el emisor –público o privado– que le exija responsabilidad.

# LA SUBORDINACIÓN DE CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DEL MISMO GRUPO Y DE SUS «SOCIOS COMUNES» (ÁMBITO SUBJETIVO Y APLICACIÓN TEMPORAL DEL ARTÍCULO 93.2.3º LC) (\*)

MÓNICA FUENTES NAHARRO

*Prof. Contratado Doctor (Acred. tit.)  
Dpto. Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

## RESUMEN

*El artículo 93.2.3º de la Ley Concursal considera «personas especialmente relacionadas» a los efectos de subordinar sus créditos (ex art. 92 LC) a las sociedades del mismo grupo que la concursada y a sus socios comunes. El objeto de este trabajo se ciñe a estudiar dos de las cuestiones más confusas y trascendentes del precepto referido, por un lado, definir el ámbito subjetivo de la norma, y por otro, determinar el ámbito temporal de su aplicación. Ambas cuestiones han sido objeto de interpretaciones dispares a lo largo de las sucesivas reformas de la Ley Concursal acometidas por nuestro legislador –primero por el Real Decreto-Ley 3/2009, después por la Ley 38/2011– en un intento no del todo exitoso de mejorar técnicamente la redacción original del precepto.*

**Palabras clave:** subordinación de créditos, grupos de sociedades, socios comunes.

## ABSTRACT

*Section 93.2.3º of the Insolvency Act considers «linked or related person» –in order to subordinate its debts (ex sect. 92)– those companies within the same group as the bankrupt as well as their «common» shareholders. The purpose of this paper is limited to the study of two confusing and important aspects of the referred section: first, to define the subjective scope of the norm, and secondly, to determine the temporal scope of its application. Both issues have been subject to different interpretations over the successive reforms of the Insolvency Act addressed by our legislator –first, by Royal Decree-Law 3/2009, then by Act 38/2011– in a not entirely successful attempt to improve technically the original wording of the article.*

**Key words:** credit subordination, groups of companies, «common shareholders».

---

## SUMARIO

### I. PLANTEAMIENTO DE LA PROBLEMÁTICA Y DELIMITACIÓN DEL ESTUDIO.

---

(\*) Este trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación sobre «Financiación de empresas en crisis en la reforma del Derecho Concursal», financiado por el Ministerio de Economía y Competitividad (DER 2011/28586).

II. ÁMBITO SUBJETIVO DE LA NORMA.

**A. Las «sociedades del mismo grupo» que la concursada y el denominado «concepto concursal» de grupo de sociedades.**

1. La «noción concursal de grupo» antes y después de la Ley 38/2011.
2. La noción general de grupo contenida en el artículo 42 CCom.
3. Breve referencia a la noción de grupo recogida en la Propuesta de Código Mercantil.

**B. Los «socios» de una sociedad del grupo como «personas especialmente relacionadas» con la sociedad concursada.**

1. El artículo 93.2.3º LC en su redacción original.
2. La reforma introducida por la Ley 38/2011: la subordinación de los créditos de los «socios comunes».
3. Un breve apunte sobre la reforma del artículo 92.5º LC: la exclusión de los créditos que no sean préstamos o actos análogos.

III. EL PRESUPUESTO TEMPORAL: DETERMINACIÓN DE LA EXISTENCIA DE LA RELACIÓN DE CERCANÍA AL DEUDOR.

IV. BIBLIOGRAFÍA.

---

I. PLANTEAMIENTO DE LA PROBLEMÁTICA Y DELIMITACIÓN DEL ESTUDIO

La subordinación de créditos viene siendo objeto de profuso tratamiento por parte de nuestra doctrina desde que la Ley Concursal («LC») fue promulgada. De forma mayoritaria, las valoraciones doctrinales han sido críticas tanto con la institución en general –especialmente centradas en su automaticidad<sup>(1)</sup> como con su aplicación particular

---

(1) Entre muchos otros: SÁNCHEZ CALERO, F., «La subordinación legal de créditos en caso de concurso de una sociedad», en AA.VV. *Estudios sobre la Ley Concursal: libro homenaje a Manuel Olivencia*, t. IV, Madrid, 2005, pp. 3901-3902; ALONSO LEDESMA, C., «Comentario al art. 92: Créditos subordinados», y «Comentario al art. 93: Personas especialmente relacionadas con el concursado», en *Comentarios a la Legislación Concursal*, (dirs.) Pulgar, Alonso Ledesma, Alcover, Alonso Ureba, Dykinson, 2004, pp. 924 y ss., en especial, p. 929; *idem*, «El automatismo en la subordinación de créditos y la posición de las entidades de crédito», en AA.VV. *Implicaciones financieras de la Ley Concursal*, (dir. Alonso Ureba, A.; Pulgar Ezquerro, J.), Madrid, (2009), pp. 175, 183; *idem*, «La reforma en materia de subordinación crediticia», *RCP*, núm. 11, 2009, pp. 59 y ss.; GUASCH MARTORELL, R., «El concepto de persona especialmente relacionada con el deudor en la Ley Concursal», *RDM*, núm. 254, 2004, p.1452; VALPUESTA, E., «Comentario al art. 92», en *Comentarios a la Ley Concursal*, Cerdón, F. (dir.), Aranzadi, 2ª ed., 2010, t. I, p. 1069; VEIGA COPO, A., «Los créditos subordinados en la Ley Concursal», en *RDBB*, núm. 102, (2006), p. 13. No obstante, partidarios del régimen de «automaticidad» de la subordinación: ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., «Disolución y liquidación de la sociedad de responsabilidad limitada» *RCDI*, núm. 618, (1993), p.1511; IGLESIAS, J.L.; VAQUERIZO, A., «Sobre la subordinación legal en el concurso de los créditos pertenecientes a las personas especialmente relacionadas con el deudor», en *Libro homenaje a Manuel Olivencia*, IV, Marcial Pons, 2005, pp. 3756-3757; FERRÉ FALCÓN, J., *Los créditos subordinados*,

a los grupos de sociedades (ex artículo 93.2.3º LC)<sup>(2)</sup>. Sin embargo, nuestro objetivo en este trabajo no es abordar una revisión crítica de la naturaleza, fundamentos y efectos de la subordinación de créditos en el seno de los grupos. Esta labor ya ha sido realizada con rigor por nuestra doctrina, que ha puesto de manifiesto con meridiana claridad las carencias que presenta la institución y las pertinentes propuestas de *lege ferenda* para su reforma. Pretendemos ceñirnos a una tarea más concreta y menos ambiciosa, cual es la de analizar dos de las cuestiones a nuestro juicio más confusas –y trascendentes– del precepto legal referido: (i) el ámbito subjetivo de la norma y (ii) la determinación temporal de su aplicación. Ambas cuestiones han sido objeto de interpretaciones dispares a lo largo de las sucesivas reformas acometidas por nuestro legislador –primero por el Real Decreto-Ley 3/2009, después por la Ley 38/2011, de reforma concursal– en un intento no del todo exitoso de mejorar técnicamente la redacción original del precepto.

## II. ÁMBITO SUBJETIVO DE LA NORMA

El artículo 93.2.3º LC contiene un doble presupuesto subjetivo para atribuir al acreedor la condición de «*persona especialmente relacionada con el concursado*» y proceder a la subordinación de su crédito: no sólo menciona a «*las sociedades del mismo grupo que la concursada*», sino que también añade una referencia a «*sus socios comunes*».

Aquella primera mención exige determinar el concepto de grupo válido «*a los efectos*» de la Ley concursal, cuestión que no era del todo pacífica entre nuestra doctrina y se ha visto resuelta por la Disposición Adicional Sexta de la Ley 38/2011 y la remisión al concepto de grupo del artículo 42.1 C.Com que en ella se contiene. Esta segunda mención a los «*socios comunes*» –introducida también por la Ley 38/2011– no ha logrado sin embargo resolver satisfactoriamente las dudas que, desde la redacción original del precepto, vienen planteándose en torno a su adecuada delimitación.

---

Civitas, 2006, pp. 349-350; GARRIDO GARCÍA, J.M., *La reforma de la legislación concursal (Jornadas)*, (dirs.) Rojo Fernández-Río, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2003, pp. 242 y 243, *idem*, «Comentario al art. 92», en *Comentario de la Ley Concursal*, (dirs.) Rojo/Beltrán, I, Civitas, Madrid, 2004, p. 1666.

(2) Sobre la aplicación de la subordinación en el ámbito de los grupos, entre otros: SÁNCHEZ-CALERO, J., «Algunas cuestiones concursales relativas a los grupos de sociedades», *ADCo*, núm. 5, 2005, pp. 7 y ss., en especial, pp. 51 y ss.; FUENTES NAHARRO, M., *Grupos de sociedades y protección de acreedores (Una perspectiva societaria)*, Aranzadi, 2007, pp. 388 y ss.; abordando las diversas problemáticas jurídicas que suscita el tratamiento de los grupos y su interacción con el derecho concursal, sin ánimo de exhaustividad: v. DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., «El concurso del grupo de empresas en la Ley Concursal» en AA.VV., *Derecho Concursal, Estudio Sistemático de la Ley 22/2003 y 8/2003 para la reforma concursal*, (dirs. García Villaverde, Alonso Ureba y Pulgar Ezquerra), Madrid, 2003, p. 137 y ss.; EMBID IRUJO, J.M. «Grupos de Sociedades y Derecho Concursal», pp. 1885 y ss. y FERRÉ FALCÓN, J., «El grupo de sociedades y la declaración de concurso en la nueva normativa concursal», pp. 1931 y ss., ambos en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia*, vol. II, Madrid, 2004; SÁNCHEZ ALVAREZ, M.M., «Grupos de empresas y el concurso de acreedores», *Comentarios a la Ley Concursal*, (coord., Fernández de la Gándara, Sánchez Álvarez), Marcial Pons, 2004, pp. 737 y ss.; ALONSO UREBA, A.; PULGAR EZQUERRA, J., «Relación de grupo y administrador de hecho en el concurso de sociedades integradas en un grupo», *RdS*, núm. 29, 2007, pp. 19 y ss.; TERREROS, G., «Grupos de sociedades y concurso de acreedores», *ADCo*, núm. 18, 2008 pp. 245 y ss.; SEBASTIAN QUETGLAS, R., *El concurso de acreedores del grupo de sociedades*, Civitas, 2009.

## A. Las «sociedades del mismo grupo» que la concursada y el denominado «concepto concursal» de grupo de sociedades

### 1. La «noción concursal de grupo» antes y después de la Ley 38/2011

Si los grupos aparecen como un sujeto trascendente a los efectos de la aplicación del régimen de la insolvencia, definir lo que es un grupo es una exigencia que parte de la más elemental seguridad jurídica. Sin embargo, hasta la reforma operada por la Ley 38/2011 nuestro derecho concursal carecía de una delimitación de tal naturaleza<sup>(3)</sup>.

Hasta entonces, eran varios los preceptos en los que la Ley Concursal hacía referencia al grupo de sociedades, si bien la mayor parte de las veces desde una perspectiva estrictamente procesal. A título meramente indicativo: en cuanto a la solicitud de declaración conjunta de concurso (artículo 3.5 LC), la acumulación de concursos de sociedades de un mismo grupo (artículo 25 LC) o en materia de determinación de la competencia judicial (artículo 10.4 LC). No existía por tanto en el ordenamiento concursal una definición de lo que constituía un grupo de sociedades<sup>(4)</sup>. Debido a ello surgieron voces que se cuestionaban si el concepto de grupo que había que manejar a los efectos de aplicación de la Ley Concursal era o no distinto del que se entendía válido para el derecho de sociedades en general<sup>(5)</sup>. A este interrogante la mayor parte de la doctrina contestó advirtiendo que lo correcto era acudir al concepto de grupo de preferente aplicación en el derecho mercantil español, que es el que contiene el artículo 42 del Código de Comercio (en adelante, C.Com), de inspiración esencialmente contable<sup>(6)</sup>.

---

(3) No se trata de proclamar lo obvio, sino de destacar una ventana abierta a la inseguridad jurídica: v. SÁNCHEZ-CALERO, J., «Algunas cuestiones concursales...» cit., pp. 24-25; SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., «El concepto de grupo en la Ley Concursal», en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, vol. II, Madrid-Barcelona, 2005, p. 2314.

(4) La ausencia de un concepto de grupo viene siendo denunciada por nuestra doctrina desde la promulgación de la LC. Entre otros, EMBID IRUJO, J.M., «Grupos de sociedades y derecho concursal», cit., pp. 1894 y ss.; *idem*, «Sobre el concepto y significado del grupo de sociedades en la Ley concursal», *RCP*, núm. 4, 2006, p. 65 y ss.; SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., «Grupos de empresas y el concurso de acreedores», cit., p. 753.

(5) Entre otros, FERRÉ FALCÓN, J., «El grupo de sociedades y la declaración...», cit., p. 1936, quien expresaba su preocupación por la posible derivación de un nuevo concepto de grupo en el ámbito concursal debido a la relación del art. 3.5 LC con términos como «identidad sustancial de sus miembros» y «confusión de patrimonios»; SEBASTIÁN QUETGLÁS, R., *El concurso de acreedores del grupo de sociedades*, cit., p. 59, también se plantea esta cuestión y señala, acertadamente, que esos términos se limitan a expresar los presupuestos de aplicación del art. 3.5 LC, sin que tengan vocación universal para conceptualizar al grupo en este ámbito.

(6) Ha de indicarse que nuestro ordenamiento mercantil ha optado en los últimos años por convertir esa definición de los grupos en la aplicable en muy distintos sectores normativos. A título de ejemplo, cabe mencionar el art. 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores que, en virtud de su reforma del año 2007, renunció a su propia definición de lo que constituía un grupo de sociedades y que optó por la remisión al citado art. 42 C.Com. Más recientemente, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por R.D. Leg. 1/2010, de 2 de julio, en su art. 18 hace lo propio, remitiendo la definición del fenómeno también a la contenida en el art. 42 C.Com.

Afortunadamente, las posibles dudas en torno al concepto de grupo aplicable a los efectos de la Ley Concursal han quedado superadas con la fácil solución –aunque mejorable desde el punto de vista sistemático– consistente en incorporar de forma expresa a la Ley el concepto de grupo del que parte la consolidación contable. El apartado 114 del artículo único de la Ley 38/2011 ha añadido a esos efectos una disposición adicional sexta con el siguiente tenor: «A los efectos de esta ley, se entenderá por grupo de sociedades lo dispuesto en el artículo 42.1 del Código de Comercio».

Puede discutirse si estamos, en rigor, ante una «definición concursal» de lo que constituye un grupo de sociedades. Porque tal definición no existe, sino que lo que se hace es una mera adopción de la que de ese concepto aparece en el Código de Comercio y en el marco de la consolidación contable. Por lo tanto, estamos ante una delimitación del grupo que se orienta a facilitar la formulación por una de las sociedades del grupo (a la que se atribuye esa condición de sociedad dominante) de «*las cuentas anuales y el informe de gestión consolidados*».

¿Es esa solución la idónea desde la perspectiva concursal? La respuesta a esa cuestión no nos parece que sea lo decisivo. Lo relevante es facilitar a quienes han de interpretar y aplicar la Ley un asidero cierto a la hora de determinar cuándo se está ante un grupo y, por lo tanto, cuándo entran en juego las normas reguladoras de los concursos conexos y otras que dentro de dicha norma toman en consideración la existencia del grupo. De este modo, en tanto la solución de incorporar el concepto del artículo 42 C. Com se hace a los efectos de esa «Ley» concreta y con mayúscula, es decir, de la Ley Concursal, debemos valorar esta solución de forma positiva por aportar seguridad jurídica en un aspecto decisivo como es el presupuesto subjetivo del que depende la aplicación de un conjunto heterogéneo de disposiciones concursales, que arrancan desde la iniciación del mismo y llevan hasta su conclusión. Esto es lo importante y constituye un acierto de la reforma<sup>(7)</sup>.

Es cierto que el concepto de grupo que resulta del artículo 42 C. Com nació en el ámbito contable, pero no resulta menos notorio que ha terminado convirtiéndose en el concepto dominante, principalmente por su acogimiento creciente por diversas leyes especiales (mercantiles o de otra naturaleza). El resultado incuestionable es de una mayor seguridad jurídica, al descartarse que un concepto decisivo para la regulación concursal –la delimitación normativa de un fenómeno al que se otorga protagonismo en los concursos conexos– pueda verse sometido a criterios diversos. Además, tal seguridad se ve fortalecida por la plena coincidencia de la delimitación del concepto de grupo por la Ley Concursal con normas mercantiles próximas, como las contables (el propio artículo 42 C. Com.), las societarias (v. el artículo 18 LSC), las del mercado de valores (artículo 4 LMV) y otras de distinta naturaleza, pero que comparten con la normativa de la insolvencia la tutela de intereses generales o colectivos.

(7) Como ya se advirtió en: SÁNCHEZ-CALERO, J./FUENTES, M., «La reforma concursal y los grupos de sociedades», *En torno a la reforma concursal, Congreso concursal y mercantil. Salamanca 2012*, Civitas, pp. 235 y ss.

Asimismo, junto a la adopción de lo que constituye un grupo «*a efectos concursales*», la reforma ha corregido el principal defecto de que adolecía la normativa anterior, procediendo a derogar el problemático artículo 3.5 LC, en cuya virtud la aplicación de determinadas disposiciones al grupo se hacía depender de la simultánea concurrencia de la «*identidad sustancial de (sus) miembros*» y de la «*unidad en la toma de decisiones*».

## 2. La noción general de grupo contenida en el artículo 42 CCom

Sin que podamos detenernos en un análisis de la noción de grupo proporcionada por el artículo 42 C.Com por cuanto ello excedería el objetivo de este trabajo, creemos imprescindible apuntar algunas consideraciones básicas en torno a la delimitación conceptual del fenómeno<sup>(8)</sup>.

El artículo 42 C.Com. recoge en su apartado primero una definición de grupo fundada en la existencia de una relación de control o dominio –ambos términos son empleados indistintamente por el legislador para referirse a la misma realidad– entre dos o más sociedades («*Existe un grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras*»).

A continuación, con el fin de facilitar la prueba de la existencia de aquella relación, recoge una lista de presunciones (los «casos» a que se refiere el artículo 18 LSC<sup>(9)</sup>) de la existencia del control, y por ende, de la existencia misma del grupo; y es que, como fácilmente se colige de la taxativa afirmación contenida en aquella definición («*existe un grupo...*»), la prueba de la ostentación del control –o de la posibilidad de ostentarlo– por parte de una sociedad sobre otra u otras, convierte *automáticamente* a ese conjunto de sociedades en un grupo.

La plena identificación del grupo de sociedades con el fenómeno del control se la debemos a la última redacción que se ha dado al artículo 42 C.Com como consecuencia de la Ley 16/2007 de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable a la normativa de la UE. Con ella se ha vuelto en esencia a la versión originaria de este precepto, fruto de la adaptación de nuestro ordenamiento a la Séptima Directiva 83/349/CEE sobre cuentas consolidadas, que afirmaba la existencia del grupo (*rectius*, del deber de consolidación) en base a la mera presencia de una relación de control.

La última reforma de este precepto del Código y la sustitución del elemento de la dirección unitaria por el del dominio o control únicamente permite incardinar en la noción legal de grupo a los denominados jerárquicos o por subordinación, basados como se sabe en relaciones de dominio societario. En consecuencia, los llamados grupos

---

(8) Con más detalle, V. EMBID IRUJO, J.M., «Un paso adelante y varios atrás: sobre las vicisitudes recientes del concepto legislativo del grupo en el ordenamiento español», *RdS*, núm. 30, 2008, pp. 19 y ss.; FUENTES NAHARRO, M., «Comentario al art. 18 LSC», en (dirs.) Rojo, Beltrán, *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Civitas, 2011, pp. 298 y ss.

(9) Como se sabe, el art. 18 LSC también se remite al art. 42 C.Com. para definir el grupo: «A los efectos de esta ley, se considerará que existe grupo de sociedades cuando concorra alguno de los casos establecidos en el art. 42 del Código de Comercio, y será sociedad dominante la que ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras».

paritarios o por coordinación, que venía siendo admitidos de forma pacífica tanto por nuestros tribunales (v. gr. STS de 29 de julio de 2005<sup>(10)</sup>), como por nuestra doctrina mayoritaria, e incluso, por otros preceptos de nuestro derecho positivo (v. artículo 78 LCoop)<sup>(11)</sup>, quedan al margen de la definición del fenómeno dada por la norma y, por consiguiente, de su consideración misma como grupos de sociedades<sup>(12)</sup>.

Sin embargo, el control no siempre ha sido el elemento definidor del grupo de sociedades para nuestro derecho positivo. De hecho, entre la versión originaria del ar-

(10) V. STS de 29 de julio de 2005: «En particular, los grupos de sociedades, caracterizados por la existencia de un poder unitario de decisión sobre el conjunto de las agrupadas, ya sea por la subordinación de las demás a una de ellas (régimen jerárquico), ya por la existencia de vínculos de coordinación (régimen paritario), constituye un ámbito propicio para la aplicación de la referida técnica, precisamente en casos en que la necesidad de satisfacer el interés del conjunto se traduzca en sacrificio del de las sociedades dependientes, con daño para ellas y, por repercusión, para sus acreedores». En el mismo sentido, entre otras: SAP de Vizcaya de 3 de septiembre de 2002: «En general la conceptualización del grupo se orienta sobre la base del examen en mayor o menor medida predominante de la tutela de la sociedad dominada y de los intereses a ella vinculados así como conceptos que pasan a la idea de red policorporativa, idea respecto de la cual el grupo no puede ser entendido como una institución necesariamente jerárquica, lo importante no sería tanto el poder de dirección de la sociedad dominante sino la coordinación de diversos centros autónomos actuantes en el tráfico económico. Puede, sin ánimo de exhaustividad explicitarse que en general son notas del grupo 1) pluralidad de empresas independientes; 2) instrumento de obtención de poder de dirección; en su mayoría se comporta como instrumento de control sin olvidar otras formas como el pacto contractual en los grupos por coordinación o de estructuras paritarias y 3) la dirección o coordinación unitaria, necesario del proceso de constitución de grupo».

(11) El art. 78.1 LCoop advierte: «Se entiende por grupo cooperativo, a los efectos de esta Ley, el conjunto formado por varias sociedades cooperativas, cualquiera que sea su clase, y la entidad cabeza de grupo que ejercita facultades o emite instrucciones de obligado cumplimiento para las cooperativas agrupadas, de forma que se produce una unidad de decisión en el ámbito de dichas facultades».

(12) Puede apreciarse ese cambio en la conceptualización del grupo en torno al elemento del control tras la última reforma del art. 42 CCom cuando nos acercamos a sentencias más recientes: v. SAP de León, de 6 de junio de 2012: «Las sociedades codemandadas no integran un grupo, a pesar de lo que se afirma en el recurso, pues conforme señala el art. 42 del C. Comercio, existe un grupo, «cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras. En particular, se presumirá que existe control cuando una sociedad, que se calificará como dominante, se encuentre en relación con otra sociedad, que se calificará como dependiente, en alguna de las siguientes situaciones...» indicando a su vez el art. 18 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, «que se considerará que existe grupo de sociedades cuando concurra alguno de los casos establecidos en el artículo 42 del Código de Comercio y será sociedad dominante la que ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras. Ninguna de las cuatro sociedades ostenta el control sobre las otras, ni ninguna de ellas tiene la condición de dependiente respecto a las otras». También apreciando el giro del concepto hacia el control, la STS de 24 de noviembre de 2011 (RJ 2011, 572): «en la nueva redacción del art. 42 del Código de Comercio ya no se hace referencia al concepto de unidad de decisión como determinante de la obligación de consolidar ya que [sic.] «Queda, pues, configurado el grupo a efectos de la obligación de formular cuentas anuales e informe de gestión consolidados como aquellas situaciones en las que una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control sobre las demás», si bien, advierte implícitamente la disparidad de nociones existentes en nuestro derecho de sociedades en torno al fenómeno: «Adicionalmente, de conformidad con la nueva redacción del art. 200 de la Ley de Sociedades Anónimas, se solicita en la memoria de las cuentas anuales individuales de la sociedad de mayor activo, cierta información sobre las magnitudes del conjunto de sociedades españolas sometidas a una misma unidad de decisión». Sobre la advertencia de dicha disparidad, v. EMBID IRUJO, J.M., «Un paso adelante y varios atrás...», cit., p. 28; FUENTES NAHARRO, M., «Comentario art. 18 LSC», p. 309.

título 42 C.Com y la actual, ha existido, como se ha dicho, una suerte de «paréntesis» en nuestro derecho fruto de la reforma introducida por la Ley 62/2003, en virtud de la cual se incorporó a la definición de aquel precepto lo que nuestra doctrina y jurisprudencia mayoritaria viene considerando el elemento conformador del grupo: la unidad de decisión o dirección unitaria («*existe un grupo cuando varias sociedades constituyan una unidad de decisión*» decía esa redacción).

Esta noción de grupo concebía el elemento del control o dominio no como la esencia definidora del mismo, sino como *un mero instrumento* para el ejercicio de una política empresarial común (unidad de decisión o dirección unitaria) sobre un conjunto de sociedades; y es precisamente ese elemento, la dirección unitaria, como expresión de la unidad económica del grupo, el que lo convierte en una revolucionaria forma organizativa, una única empresa «plurisocietaria» o «policorporativa» constituida sobre la base de diversas personas formal y jurídicamente independientes. Sin él no se puede hablar –cuando menos, con propiedad– del nacimiento de una nueva empresa y, por consiguiente, de la existencia de un grupo de sociedades.

El papel que la dirección unitaria juega como elemento definidor del grupo ha sido confirmado por nuestra jurisprudencia desde hace ya décadas<sup>(13)</sup>, y en torno a él tanto la doctrina y legisladores comparados como nuestros propios autores han construido mayoritariamente la definición del fenómeno<sup>(14)</sup>.

De esta forma, con la redacción dada al 42 C.Com por la Ley 62/2003 y el protagonismo de la dirección unitaria como esencia conformadora del fenómeno, se logró llegar en el derecho mercantil español a lo que se puede calificar como posición común en torno a la –anteriormente discutida– cuestión del concepto del grupo de sociedades que, sin embargo, desafortunadamente, apenas ha durado cuatro años.

Quizá el planteamiento del legislador al sustituir la dirección unitaria por el control haya estado presidido por un ánimo puramente pragmático, ya que el control es una realidad más fácil de acreditar que la unidad de decisión; este último, se ha dicho, es un criterio «más material o de fondo, y quizá por ello mismo más difícil de precisar formalmente», mientras el «control o dominio societario, sin perjuicio de su inevitable

---

(13) Vid. entre otras las SSTs (Sala 1ª) de 16 de octubre de 1989; de 13 de diciembre de 1996; de 30 de julio de 1999; de 12 de abril de 2007. También nuestras Audiencias: v. gr. SSAP de Madrid (13ª) de 31 de mayo de 2000; AP de Gerona (2ª) de 15 noviembre de 2000; AP de Barcelona (16ª) de 21 de septiembre de 2005; AP de Almería (2ª) de 17 de noviembre de 2005; AP de Alicante (5ª) de 2 de marzo de 2006; AP de Lugo (1ª) de 3 de noviembre de 2009.

(14) Tratándose de una «posición común» en nuestra doctrina, baste citar, sin ánimo de exhaustividad: DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F. Concepto y significado institucional de los grupos de empresas, en AA.VV., *Libro homenaje a Ramón Mª Roca Sastre*, vol. III, Madrid, 1979, pp. 570 y ss.; EMBID IRUJO, J.M., «Un paso adelante y varios atrás», cit. pp. 19 y ss.; MASSAGUER FUENTES, J., «La estructura interna de los grupos de sociedades (aspectos jurídicos societarios)», *RDM*, núm.192, 1989, pp. 281 y ss.; GIRGADO PERANDONES, P., *La empresa de grupo y el derecho de sociedades*, Comares, 2001; DE ARRIBA FERNÁNDEZ, M.L., *Derecho de grupos de sociedades*, Civitas, 2004; FERNÁNDEZ MARRA, I., *Los grupos de sociedades como forma de organización empresarial*, Edersa, Madrid, 2001. Sobre la delimitación subjetiva y objetiva del poder de dirección unitaria puede consultarse nuestro trabajo *Grupos de sociedades y protección de acreedores*, cit., pp. 106 y ss.

carácter fáctico, permite una constatación más sencilla sobre la base de algunos datos cuantitativos»<sup>(15)</sup>.

Creemos que las –importantes– dificultades prácticas que acarrea acreditar la existencia de la dirección unitaria quedarían salvadas de forma razonable si se volviese al sistema de presunciones que la inmediatamente anterior redacción del artículo 42 C.Com contenía a esos efectos, y que, como se sabe, presumía la existencia del ejercicio de una dirección unitaria (y, por ende, de un grupo) cuando quedase acreditada la existencia de una relación de control o dominio entre sociedades que pudiera ser inordinada dentro de alguno de los cuatro casos –mantenidos, con pequeños matices, en la actual redacción– del apartado primero del artículo 42 C.Com. Ello permitiría una conceptualización del fenómeno del grupo mucho más acertada desde un punto de vista dogmático sin por ello obviar la importancia que el elemento del control juega en la vertebración de este nuevo tipo de empresa policorporativa.

### 3. Breve referencia a la noción de grupo recogida en la Propuesta de Código Mercantil

Las críticas que ha suscitado la nueva redacción del artículo 42 C.Com parecen haber sido atendidas en buena parte por nuestra Comisión General de Codificación del Ministerio de Justicia en su Propuesta de Código Mercantil. En ella –concretamente, en el «Segundo Libro de las Sociedades Mercantiles»– se recoge un tratamiento sistemático de los grupos que incorpora una noción del fenómeno que retoma el criterio del «poder de dirección unitario» como su elemento definitorio. Con ello se solucionan los problemas anteriormente advertidos en torno a la construcción de un concepto de grupo dimanado del (único) presupuesto de control actualmente imperante pero insuficiente a efectos de dar cuenta de la verdadera naturaleza y significado de los grupos de sociedades.

El concepto de grupo por el que aboga la Propuesta parte, a nuestro juicio, de una acertada percepción del esencial papel que el poder de dirección unitaria desempeña en los fenómenos de vinculación societaria, abarcando tanto los grupos de estructura jerárquica como los grupos paritarios o por coordinación, los cuales se someten ahora, «en lo que proceda», al mismo régimen normativo que aquéllos (artículo 291-5 PCM) y quedan definidos acertadamente como aquellos grupos en los que «*dos o más sociedades independientes actúen coordinadamente entre sí bajo un poder de dirección unitario y común*» [artículos 291-5, y 291-1 (1.b)].

También quedan recogidas de forma expresa dentro de la noción de grupo las estructuras en las que una persona natural o jurídica (no necesariamente, una sociedad, v.gr., una fundación<sup>(16)</sup>) es la que ejerce ese poder de dirección.

De este modo y como señala la propia Exposición de Motivos, el nuevo concepto de grupo «*da razón de ambas categorías, mencionando la carencia de personalidad*

(15) EMBID IRUJO, J.M., «Un paso adelante y varios atrás...», cit., p. 21.

(16) Sobre la aptitud de las fundaciones para ser «cabeza» de grupo: v. EMBID IRUJO, J.M., *Introducción al derecho de los grupos de sociedades*, Comares, 2003, p. 45.

*jurídica como elemento común»* (cfr. III-106), y aun reconociendo que son los grupos por subordinación o de estructura jerarquizada aquellos «*donde se plantean los problemas más característicos que se han querido abordar, no cabe prescindir de la existencia de grupos por coordinación»* (cfr. III-105).

El concepto contenido en la Propuesta –merecedor sin duda de un estudio más específico– sigue siendo consciente de las dificultades antes referidas sobre la acreditación de la existencia de un efectivo poder de dirección unitaria (y en consecuencia, de un grupo). Por esta razón entendemos que mantiene las presunciones (*iuris et de iure*) de existencia de situación de control contenidas en el vigente artículo 42 C.Com, cuya constatación constituye presunción legal (en este caso, *iuris tantum*) del ejercicio efectivo de un poder de dirección (artículo 291-4.1º en relación con el artículo 291-3).

De este modo, se subraya la fundamental distinción entre dirección unitaria y control, consolidando no obstante la idea, orientadora en gran medida del contenido de la Propuesta en esta materia, de que «*si hay control, habrá poder de dirección o, al menos, se presume que lo hay, pero no a la inversa»* (cfr. III-107 de la Exposición de Motivos).

Por último, es valorable también positivamente que a las presunciones de existencia de una relación de control ya referidas se añadan aquellas que tienen su fundamento en la «apariencia de grupo» que se deriva del uso de una denominación y/o de signos distintivos comunes o declaraciones publicitarias (cfr. artículo 291-4º.2º, diseñadas como presunciones *iuris tantum*)<sup>(17)</sup>.

## **B. Los «socios» de una sociedad del grupo como «personas especialmente relacionadas» con la sociedad concursada**

### **1. El artículo 93.2.3º LC en su redacción original**

Como se sabe, en el régimen concursal español desde la entrada en vigor de la Ley Concursal son créditos subordinados de acuerdo con el artículo 92.5 LC, aquellos de que fuera titular alguna de las personas especialmente relacionadas con el deudor, dentro de las cuales se incluían, conforme al artículo 93.2.3º LC original, «*las sociedades que forman parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso y sus socios»*.

Desde un principio, este precepto fue objeto de duras críticas por parte de la doctrina. Además de las ya tradicionales posiciones contrarias a la naturaleza sancionatoria de la norma por su automaticidad y las perniciosas consecuencias que su aplicación en esos términos puede producir en el seno de los grupos<sup>(18)</sup>, dichas críticas se centraban principalmente en la falta de determinación de quiénes eran exactamente estos

---

(17) V. MARTÍNEZ RUIZ, L., «Aproximación a la regulación de los grupos de sociedades en la propuesta de Código Mercantil», *E-Dictum*, núm. 22 (octubre de 2013), disponible en [www.dictumabogados.com](http://www.dictumabogados.com), quien aun valorando positivamente la noción contenida en la Propuesta se lamenta de que estas presunciones, en tanto se refieren a la existencia de «control», no resultan útiles a la hora de acreditar la existencia de un grupo horizontal, proponiendo que el uso de signos distintivos comunes o de la publicidad de grupo debiera haberse construido como una presunción de la existencia de dirección unitaria (y no de control) para alcanzar aquel fin.

(18) *Vid. supra* nota 1.

«socios» de sociedades del grupo y en la ausencia de exigencia, respecto de éstos, de un umbral mínimo de capital.

Ello, como se ha señalado, podía llevar a situaciones absolutamente desproporcionadas y «desmesuradas»<sup>(19)</sup> —en tanto la redacción del precepto permitía hacer extensiva la condición de persona relacionada a cualquier socio de cualquier sociedad del grupo—, además de discriminatorias respecto de la norma prevista para los socios de «sociedades-isla» en el artículo 93.2.1º LC (para quienes, como se sabe, sí se requería una participación relevante o «umbral mínimo» de capital)<sup>(20)</sup>.

Estas críticas, sin duda, fueron determinantes para que se procediese, entre otros muchos aspectos, a la modificación de este precepto por el Real Decreto Ley 3/2009, de 27 de marzo. En su virtud se introdujo en el artículo 93.2.3º LC la mención indirecta —mediante el reenvío al 93.2.1º— de ese umbral mínimo del 5% del capital (y del 10% para el caso de cotizadas) respecto de los socios de las sociedades del grupo<sup>(21)</sup>.

Sin embargo, esta reforma, además de no alterar la criticada automaticidad del precepto, dejó sin solventar la falta de determinación que apuntábamos sobre qué «socios» de las sociedades del mismo grupo que la concursada eran los que la norma pretendía afectar. Esta falta de concreción dio lugar a muy diversas interpretaciones: que la norma se refería a los socios (con la participación relevante del artículo 93.2.1º LC) de la sociedad dominante<sup>(22)</sup>, o bien, a los socios de la dominante con participación también en la concursada<sup>(23)</sup>; o que la norma se refería a los socios de la concursada<sup>(24)</sup>.

## 2. La reforma introducida por la Ley 38/2011: la subordinación de los créditos de los «socios comunes»

La redacción del artículo 93.2.3º tras la reforma del Real Decreto Ley 3/2009 consideraba personas especialmente relacionadas con la sociedad concursada no sólo

(19) SÁNCHEZ CALERO, F., «La subordinación legal de créditos en caso de concurso de una sociedad», cit., p. 3907.

(20) Críticos, abogando por aplicar también el umbral de capital referido, entre muchos otros: ALONSO LEDESMA, C., «Comentario al art. 93», cit., p. 935; GARRIDO, J.M., «Art. 93», en *Comentario de la Ley Concursal*, Rojo, A.; Beltrán, E. (dirs.), Civitas, 2004, p. 1679; ÁVILA, A.; CURTO, M., «La subordinación del crédito de las personas especialmente relacionadas con el concursado», en *Libro homenaje a Manuel Olivencia*, IV, Marcial Pons, 2005, p. 3560.

(21) Sobre el fundamento de estos umbrales legales de capital, V. VILLANUEVA, B., «Alternativa a la automática subordinación de los créditos de los titulares de participaciones significativas en el concurso», en *Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, marzo 2012, en [http://eprints.ucm.es/14702/1/Comunicaci%C3%B3n\\_Harvard.pdf](http://eprints.ucm.es/14702/1/Comunicaci%C3%B3n_Harvard.pdf), pp. 15 y ss.

(22) FERRÉ, J., *Los créditos subordinados*, Civitas, 2006, p. 560.

(23) SEBASTIÁN, R., «La subordinación de los créditos en los grupos de sociedades», en *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Ruiz de Velasco*, Veiga (coord.), Civitas, 2010, p. 460, añadía que los socios de la dominante debían serlo también de la concursada en el porcentaje que exige el 93.2.1º LC (esto es, el 5 o 10%).

(24) CORDERO, E., «Personas especialmente relacionadas», en *Comentarios a la Ley concursal*, (dir., Bercovitz), Tecnos, 2004, p. 1107.

a las sociedades que formen parte de su mismo grupo, sino también a «sus socios», siempre que éstos reuniesen las mismas condiciones que el número 1º del artículo 93.2 (esto es, los ilimitadamente responsables de las deudas de la sociedad, o con una participación del 5% o 10% en el capital).

Como ya indicábamos en el epígrafe anterior, esta referencia a los «socios», sin más matices, ampliaba enormemente el espectro de posibles personas especialmente relacionadas y parecía no responder a la finalidad del precepto. Por este motivo, resulta especialmente relevante analizar el alcance de la modificación que la Ley 38/2011 ha introducido en el régimen de la subordinación de créditos y que afecta tanto a los «socios» de sociedades del grupo que deban ser considerados «persona especialmente relacionada» (artículo 93.2.3º), como al carácter de los créditos de tales socios que se ven afectados por la subordinación (artículo 92.5º)<sup>(25)</sup>.

La nueva redacción del 93.2.3º establece que son créditos subordinados «*Las sociedades que formen parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso y sus socios comunes, siempre que éstos reúnan las mismas condiciones que en el número 1º de este apartado*».

A partir de la incorporación de la mención «*comunes*» puede afirmarse una premisa clara: no están ya subordinados los créditos de socios significativos que lo fueran sólo de una de las sociedades del grupo distinta de la concursada, en tanto el adjetivo «*comunes*» parece claramente apuntar a la necesidad de que lo sean de dos o más sociedades del grupo<sup>(26)</sup>. Ello representa una restricción del ámbito subjetivo de la norma bastante trascendente respecto al régimen anterior, donde recordemos, la redacción del precepto permitía colegir que *cualquier* socio relevante de *cualquier* sociedad del grupo podía ver su crédito subordinado, tal y como había puesto de manifiesto de forma crítica la doctrina.

Sin embargo, la delimitación subjetiva que la –bienintencionada– reforma ha pretendido, dista mucho de ser clara, ya que, aparte de la premisa a la que acabamos de referirnos, poco más se puede colegir con certeza de su confusa redacción. Y es que, la referencia a las sociedades que formen parte del mismo grupo que la concursada «*y sus socios comunes*» plantea un problema interpretativo de calado, cual es el de determinar si el elemento de «*comunidad*» que introduce la reforma exige –o no– incluir necesariamente a aquellos socios que tengan participación en la sociedad concursada, máxime teniendo en cuenta que respecto de ésta –es decir, de su relación con ésta– se atribuye la condición de «*persona especialmente relacionada*»<sup>(27)</sup>.

---

(25) GARCÍA VICENTE, J.R., «La clasificación de créditos», en *La reforma concursal (III Congreso español de derecho de la insolvencia)*, (dirs., Beltrán *et al.*), Aranzadi, 2011, p. 422; SÁNCHEZ-CALLERO, J.; FUENTES, M., «La reforma concursal y los grupos de sociedades», *cit.*, pp. 250 y ss.

(26) ALONSO LEDESMA, C., «Créditos contra la masa y créditos concursales: comunicación y reconocimiento de créditos», en *El concurso de acreedores*, Pulgar, J. (dir.), ed. La Ley, 2012, p. 343: «los que lo sean de dos o más sociedades del grupo, siempre que reúnan las condiciones de participación especificadas en el número primero».

(27) VALPUESTA, E., *Guía legislativa de la Ley concursal (texto comparado y comentado según la reforma de la Ley 38/2011)*, Bosch, 2011, p. 341.

El recurso al proceso de elaboración de la Ley 38/2011, desafortunadamente, no arroja demasiada luz sobre la problemática planteada. Ciertamente es que la Propuesta de Anteproyecto hacía referencia a los socios «externos» –mejor dicho, a los «*socios no externos*»–, excluyendo a aquéllos de la subordinación. Sin embargo, de haberse aprobado la Ley finalmente con esta redacción, hubiera dejado abierto igualmente un problema interpretativo, en tanto el texto proyectado [«*Las sociedades que formen parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso y sus socios no externos (...)*»] acudía a un concepto jurídico indeterminado en nuestro derecho societario, el de «socio externo» –por necesaria contraposición a los «no externos»–, sobre el que tampoco existe un claro consenso doctrinal que permita proporcionar una definición cierta<sup>(28)</sup>.

(28) El socio «externo» ha sido considerado tradicionalmente por la doctrina española como el socio de la sociedad *dependiente* que no pertenezca en modo alguno de forma directa ni indirecta al «círculo de control» del grupo o que, por otra circunstancia, no sufra la especial degradación en su posición jurídica que se vincula a la figura del socio externo. Con esa calificación se alude a la desvinculación («alienidad») de ese socio respecto del interés del grupo al que está subordinado su sociedad: *vid.* EMBID IRUJO, J.M., *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios*, Madrid, 1987, p. 173; MARTÍNEZ MACHUCA, J.M., *La protección de los socios externos en los grupos de sociedades*, Bolonia, 1999, p. 162. Los legisladores comparados han aportado nociones, aunque no idénticas, en la línea de la anteriormente indicada. Este es el caso del alemán, que en la Exposición de Motivos de la *AktG* establece que son accionistas externos todos los socios de la sociedad dependiente con excepción de: la sociedad matriz, los accionistas cuyo patrimonio constituya una unidad con el patrimonio de la sociedad matriz, los accionistas cuyos rendimientos repercutan en la sociedad matriz, los accionistas cuyos títulos pertenezcan en su totalidad a la sociedad matriz, los accionistas que hayan concluido un contrato de cesión total de beneficios con la sociedad matriz y los terceros que contratan con la sociedad dependiente. En forma similar se manifiesta el Código de Sociedades portugués, cuyo art. 494 CSC parte de que son socios externos (*sócios livres*, en la terminología de ese Código) «todos los socios o accionistas de la sociedad subordinada», excluyendo expresamente a los socios de la sociedad «directora» (esto es, la matriz), las sociedades o personas relacionadas con la sociedad directora, las personas que posean más del 10% del capital de las sociedades mencionadas, la sociedad subordinada y las sociedades dominadas por la sociedad subordinada. En España, ante la ausencia de un régimen positivo que regule los grupos de sociedades, resulta de especial interés la definición que aportó el Anteproyecto de LSA, donde se preveía un régimen para los grupos que luego no prosperó y que definía al socio externo (art. 233) como: los socios de las sociedades dependientes que no tienen participación alguna en el capital de la sociedad matriz o que, teniéndola, no supera el 1% de ese capital.

Todas ellas, como se puede apreciar, son definiciones que excluyen a los socios de la matriz. Sin embargo, esta visión tradicional del concepto de socio externo y de lo que ello significa (la exclusión de cualquier medida tuitiva para quienes no encajen en esa noción) viene siendo matizada en los últimos años por nuestra más autorizada doctrina; cada vez un mayor número de nuestros autores admite la posibilidad –y la necesidad– de incluir dentro de esta noción a aquellos socios de la matriz o dominante que no pertenecen al círculo de control del grupo o cuando menos, de atender a las necesidades tuitivas planteadas a este nivel (los minoritarios de la dominante) por cuanto su posición jurídica también se puede ver afectada por el funcionamiento del grupo: EMBID IRUJO, J.M., «Cuestiones generales sobre la tutela de los socios externos», en AA.VV., *I gruppi di società*, vol. II, Giuffrè, 1996, p. 1215; DE ARRIBA FERNÁNDEZ, M.L., *Derecho de grupos...*, cit., p. 178; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Aplicación de resultados en la sociedad dominante y cuentas consolidadas», *RdS*, 1997, pp. 186 y ss., EMBID/GIRGADO, «Aproximación al significado jurídico de los órganos del grupo de sociedades. Especial referencia al papel de la Junta general», en (coord.) Embid, J.M., *Las competencias de los órganos sociales en las sociedades de capital*, Tirant lo Blanch, 2005, p. 321; FUENTES NAHARRO, M., «Accionistas externos de grupos de sociedades: una primera aproximación a la necesidad de extender la perspectiva tuitiva a la sociedad matriz»,

A la confusión interpretativa a que lleva la nueva redacción coadyuva el hecho de que el Proyecto de Ley de 1 de abril de 2011 ya introducía la figura de los «*socios comunes*», sin que ninguna explicación a tal cambio de criterio haya trascendido. Tampoco la Exposición de Motivos de la Ley 38/2011 contiene mención alguna que explique el porqué de la modificación propuesta, más allá de la referencia general (apdo. II) al intento de «*corregir errores de enfoque detectados en la práctica*», y de llenar las lagunas legales.

Ante esta incertidumbre, la mayor parte de los autores que se han planteado esta problemática han acogido una interpretación literal y restrictiva del precepto que exige subordinar a aquellos socios que tengan las participaciones significativas ya referidas tanto en la sociedad concursada como en alguna otra sociedad del grupo<sup>(29)</sup>. Esta postura nos parece la más acorde con las exigencias de nuestra jurisprudencia en torno a la necesaria interpretación restrictiva que debe hacerse del artículo 93.2 LC debido a su naturaleza sancionadora<sup>(30)</sup>. Así lo han afirmado, entre otras, la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (sec. 15), de 28 de noviembre de 2008, y la más reciente de 5 de octubre de 2010: «*No es éste el lugar ni el momento de entrar en consideraciones críticas o de refrendar la opción de política jurídica que ello implica, pero debemos dejar constancia de que esa automaticidad en la discriminación negativa, penalizadora, restrictiva de derechos, creemos que conduce a una interpretación del precepto, el artículo 93.2.1º LC, ajustada a su tenor literal, no extensiva ni susceptible de extrapolación analógica*».

Sin embargo, la interpretación restrictiva antes referida, se ha dicho, también cuenta con puntos débiles. Y es que si se entiende que el nuevo artículo 93.2.3º exige

---

RDM núm. 269, 2008, pp. 1009 y ss. No obstante, esta postura no es unánime: en contra, MARTÍNEZ MACHUCA, J.M., *La protección de los socios externos...*, cit., p. 162, limita rotundamente el calificativo de «socio externo» al «socio de la dependiente que no mantiene ningún tipo de relación con la sociedad matriz», y sólo a él le reconoce merecedor de unas medidas especiales de protección.

(29) PÉREZ BENÍTEZ, J.J., «Créditos subordinados tras la reforma de la Ley Concursal operada por la Ley 38/2011, de 10 de octubre», en *Tratado judicial de la insolvencia*, Prendes, Muñoz (dirs.), Aranzadi, 2012, t. II, pp. 394-395, quien entiende que «de este modo, la adjetivación «*comunes*» viene a exigir que el deudor concursado y el acreedor cuyo crédito se subordina han de ser socios de sociedades del mismo grupo», advirtiendo que «socios comunes significa que han de serlo tanto de la concursada como de la acreedora; otra cosa será que pudiera resultar aplicable la doctrina del levantamiento del velo para alzar el uso de la personalidad jurídica con fines fraudulentos»; SÁNCHEZ-CALERO, J.; FUENTES, M., «La reforma concursal y los grupos de sociedades», cit., p. 251. En esta línea, aunque con matices: VALPUESTA, E., *Guía legislativa*, cit., p. 341; GARCÍA VICENTE, J.R., «La clasificación de créditos», cit., pp. 428 y 433.

(30) La doctrina se ha mostrado dividida sobre la función y naturaleza de la subordinación. Sin ánimo de exhaustividad, V. entre otros muchos, a favor de su naturaleza sancionatoria: ALONSO LEDESMÁ, C. «Comentario al art. 92 LC», cit., p. 929, y en «El automatismo en la subordinación de los créditos y la posición de las entidades de crédito», cit., p. 183; PÉREZ BENÍTEZ, J.J., «Créditos subordinados», cit., p. 373; SEBASTIÁN QUETGLÁS, R., «La subordinación de los créditos de las personas jurídicas», *ADCo*, núm. 15, 2008, pp. 96-97. De forma distinta, GARRIDO, J.M., «Comentario al art. 92 LC», cit., p. 1666, sostiene que tiene una función indemnizatoria. Por otro lado: VALPUESTA, E., *Guía legislativa*, cit., p. 470 entiende que no responde a una sanción sino a una consideración de política jurídica cual es que éstos deben cobrar después de que lo hagan acreedores externos.

que el acreedor, para ser postergado, debe ser socio con participación significativa en alguna de las sociedades del grupo y *además* en la sociedad concursada, la citada reforma representaría una reiteración normativa, ya que este socio vería de todos modos su crédito postergado ex artículo 93.2.1º LC, independientemente de su condición de accionista significativo de las otras sociedades del grupo.

Por ello algunas voces añaden un nuevo matiz a aquella interpretación: aun exigiéndose esa condición de socio «común» a la concursada y a otra sociedad del grupo, bastará con que cumpla respecto de esa otra sociedad la regla del artículo 93.2.1º (responsabilidad ilimitada por las deudas o participación en un 5% o 10%)<sup>(31)</sup>.

A la vista de lo expuesto, creemos que la reforma no ha despejado las dudas que existían en torno a la delimitación del círculo de sujetos que pueden verse afectados por el artículo 93.2.3º LC. Se trata ésta de una problemática a la que nuestros tribunales deberán responder. Tratándose de una cuestión, a nuestro juicio, tan abierta, no es descartable incluso que éstos opten por entender que la expresión «*socios comunes*» viene a significar, sin más, que éstos «lo sean de dos o más sociedades del grupo» (sin necesaria referencia a la concursada), siempre que reúnan las condiciones del artículo 93.2.1º LC<sup>(32)</sup>. Se trata ésta, ciertamente, de la interpretación menos restrictiva de las expuestas, pero la confusa redacción del precepto en nada obsta llegar a dicha conclusión.

### 3. *Un breve apunte sobre la reforma del artículo 92.5º LC: la exclusión de los créditos que no sean préstamos o actos análogos*

La reforma introducida por la Ley 38/2011 también ha modificado el ámbito objetivo de los créditos que se ven afectados por la subordinación ex artículo 92.5 LC, restringiéndolo, al declarar que sólo se verán subordinados –respecto de las personas relacionadas con el concursado persona jurídica– los créditos de los socios que menciona el artículo 93.2.1º y 3º LC<sup>(33)</sup> que consistan en un «*préstamo*» o que tengan «*análoga finalidad*»<sup>(34)</sup>, pero no el resto de los créditos que tales acreedores ostenten

(31) VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Guía legislativa*, cit., p. 341; GARCÍA VICENTE, J.R., «La clasificación de créditos», pp. 428 y 433.

(32) Parece apuntar esta interpretación: ALONSO LEDESMA, C., «Créditos contra la masa y créditos concursales», cit., p. 339.

(33) Los socios del concursado que sean personalmente responsables de las deudas, titulares del 5% o de un 10% del capital –en función de que la sociedad tenga valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial–, o sean socios comunes de las sociedades que formen parte del mismo grupo y que tengan esa participación.

(34) PÉREZ BENÍTEZ, J.J., «Créditos subordinados tras la reforma», cit., p. 384, entiende por operaciones de «análoga finalidad» los supuestos de simulación relativa en los que bajo la cobertura formal de un contrato bilateral subyace una operación de financiación (incluyendo supuestos de financiación en especie); y afirma que «la subordinación se mantiene aún en el caso de que los préstamos o actos con análoga finalidad hayan sido concedidos por persona especialmente relacionada con el deudor persona jurídica en el marco de una operación de refinanciación de las contempladas en el art. 71.6 LC (v. art. 84.2.11º)»

frente al concursado<sup>(35)</sup>. Dicho de otro modo, la nueva –y oscura– redacción del precepto circunscribe la subordinación a los préstamos y operaciones de análoga finalidad otorgados por esos socios<sup>(36)</sup>.

Aunque con una redacción manifiestamente mejorable, la reforma representa, como se ha dicho, un intento por superar el *automatismo* de la subordinación tan criticado por la doctrina, por medio de la distinción del origen del crédito<sup>(37)</sup>.

Ahora bien, los créditos que se ven afectados por la reforma son, únicamente, los de aquellos socios (ya lo sean de una «sociedad-isla», ya sean «socios comunes» del grupo) que reúnan las condiciones referidas. El ámbito subjetivo de la reforma, aun cuando debiera a nuestro juicio haberse extendido a las sociedades de grupo, no parece predicarse en sentido propio de las sociedades en relación de grupo sino únicamente de la relación socio-sociedad<sup>(38)</sup>. Recordemos que la norma excluye de la postergación a aquellos créditos (...) «de los que sean titulares los socios a que se refieren los números 1º y 3º del artículo 93.2 que reúnan las condiciones de participación de capital que allí se indican»; a nuestro juicio por tanto, la norma hace referencia a los socios «significativos» (del apartado 1º) y a los socios «comunes» (del apartado 3º), pero no a las sociedades del grupo. Esto supone que los créditos entre sociedades del grupo seguirán siendo en todo caso, y de forma automática, créditos postergados en el concurso de la sociedad de su grupo, con independencia de su naturaleza<sup>(39)</sup>.

Es precisamente en esta relación socio-sociedad y en el deber de correcta financiación de aquél para con ésta donde se ha dicho que radica la *ratio legis* de la reforma llevada a cabo. Se trataría con ello de circunscribir el «castigo» de la subordinación a

---

(35) GARCÍA VICENTE, J.R., «La clasificación de créditos», cit., p. 427, señalando que esta restricción no se extiende a los créditos que se ostenten frente a las personas naturales, de manera que los créditos de las personas especialmente relacionadas con el deudor persona «natural» no sufren modificación alguna.

(36) PÉREZ BENÍTEZ, J.J., «Créditos subordinados tras la reforma», cit., p. 383. También nuestra doctrina ha puesto en tela de juicio la efectividad de la reforma por la indeterminación del concepto «préstamo o acto de análoga finalidad». Se duda incluso de que «sirva para algo» debido a que el socio «debería demostrar, para lograr la no-calificación como subordinado de su crédito, que éste deriva de un acto distinto a un préstamo o de análoga finalidad, concepto este último altamente impreciso» (VALPUESTA, E., *Guía legislativa*, cit., p. 340).

(37) PULGAR, J., «El concurso de sociedades integradas en un grupo», en *La Modernización del Derecho de Sociedades de capital en España: cuestiones pendientes de reforma*, Alonso Ledesma/Alonso/ Esteban Velasco (dirs.), Aranzadi, 2011, p. 481.

(38) En el mismo sentido *in fine*: PULGAR, J., «El concurso de sociedades integradas en un grupo», cit., p. 481.

(39) En el mismo sentido: PULGAR, J., «El concurso de sociedades integradas en un grupo», cit., p. 481; GARCÍA VICENTE, J.R., «La clasificación de créditos», cit., p. 428. De forma distinta: ALONSO LEDESMA, C., «Créditos contra la masa y créditos concursales», cit., p. 339, apunta que «la reforma afecta a los créditos derivados de la financiación realizada a la sociedad de forma consciente y planificada por los socios o las sociedades pertenecientes al mismo grupo (se trate o no de préstamos sustitutivos de la aportación)»; PÉREZ BENÍTEZ, J.J., «Créditos subordinados tras la reforma», cit., p. 383, también entendiendo que «la delimitación opera respecto de créditos de los socios y de sociedades del grupo, (...)»; RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, D., «Créditos subordinados intragrupo: dos aspectos del estado actual de la cuestión», ADCo, núm. 30, 2013, p. 348 y ss.

aquel socio (significativo) considerado responsable de la infracapitalización nominal de su sociedad por haberla financiado, en vez de con aportaciones de capital, con préstamos, condenándole a que sólo pueda recuperar su dinero «después de que lo hagan todos los que no son, como él, *insiders*»<sup>(40)</sup>.

A nosotros, sin embargo, no nos parece tan claro que la *ratio* de la reforma subyazca en la doctrina de la infracapitalización nominal. Entendemos que el automatismo tan largamente criticado sigue caracterizando sustancialmente la norma, ya que su aplicación significará la subordinación *automática* de todo préstamo (o acto análogo) por parte del socio significativo a su sociedad, con independencia de que el mismo hubiese sido otorgado cuando la sociedad se encontrase suficientemente capitalizada<sup>(41)</sup>.

De este modo, la reforma operada seguiría la línea de lo ya introducido en Alemania en el año 2008 tras la aprobación de la *MomiG*<sup>(42)</sup> y que, precisamente, supuso la desvinculación de la subordinación de los préstamos de los socios de la doctrina de la infracapitalización nominal y la opción legislativa –polémica– por subordinar automáticamente cualquier préstamo realizado por un socio, independientemente de la situación patrimonial de su sociedad en el momento de la concesión<sup>(43)</sup>.

### III. EL PRESUPUESTO TEMPORAL: DETERMINACIÓN DE LA EXISTENCIA DE LA RELACIÓN DE CERCANÍA AL DEUDOR

Como decíamos al inicio de este trabajo, la segunda cuestión nuclear que se plantea es la del ámbito de aplicación temporal de la regla de subordinación prevista en artículo 93.2.3º LC, esto es, con qué antelación a la fecha de declaración de concurso puede examinarse la existencia de un grupo de sociedades (o de los denominados «socios comunes») a los fines de postergar el crédito a que la norma hace referencia.

La relevancia del vínculo temporal en las relaciones societarias a los efectos de la aplicación del artículo 93.2.1º y 3º LC ha sido objeto de discusión por parte de nuestra doctrina desde que la Ley entró en vigor. Ello se debía a que ni la redacción original

(40) VALPUESTA, E., *Guía legislativa*, cit., p. 340; GARCÍA VICENTE, J.R., «La clasificación de créditos», cit., pp. 430-31.

(41) *Vid.*, ALONSO LEDESMA, C., «Créditos contra la masa y créditos concursales», cit., p. 339. También crítico con el mantenimiento de la presunción *iuris et de iure* de la subordinación de cualquier préstamo u operación análoga, que impide al acreedor (socio), por ejemplo, probar que la sociedad se encontraba perfectamente capitalizada cuando le concedió el préstamo: PÉREZ BENÍTEZ, J.J., «Créditos subordinados tras la reforma», cit., pp. 383 y 384.

(42) *Vid.* ult. cit. Ya apuntado también en SÁNCHEZ-CALERO, J.; FUENTES, M., «La reforma concursal y los grupos de sociedades», cit., p. 253.

(43) Hasta la reforma introducida por la *MoMiG*, la infracapitalización nominal era la *ratio legis* de la subordinación en Alemania (recogida en los §§ 32a y 32b *GmbHG*, ya derogados). La mencionada reforma supuso, como se ha dicho, la subordinación *automática de todos* los créditos del socio frente a la sociedad por préstamos u operaciones de contenido económicamente equivalente (§39.1.5º InsO): *vid.* MARÍN DE LA BÁRCENA, F., «Subordinación de créditos de socios y concurso de sociedades de capital», *RCP*, núm. 12, 2010, pp. 106 y ss.

del artículo 92.5 ni del artículo 93.2.1º y 3º de la Ley aclaraban el alcance temporal de la subordinación para las personas especialmente relacionadas con el deudor persona jurídica; dicho de otro modo, no aclaraban el momento en que debía haberse adquirido el crédito que se subordina.

La opinión mayoritaria defendía que la determinación de la condición de persona especialmente relacionada debía realizarse, únicamente, con referencia al tiempo en que se contrajo el crédito<sup>(44)</sup>. Así, si el socio o la sociedad de grupo lo eran al tiempo de contraerse el crédito, aunque no lo fuesen ya al tiempo en que se declaraba el concurso, el crédito sería subordinado. No obstante, otros autores, ciñéndose a la interpretación literal de la Ley, postularon que debía ser el momento de apertura del concurso de la sociedad insolvente el determinante<sup>(45)</sup>; mientras una tercera línea de reflexión abogó incluso porque se tuvieran en cuenta los dos criterios de forma simultánea: el momento de concesión del crédito y el de la apertura del concurso<sup>(46)</sup>.

Ciertamente, parece mejor opinión la de que el momento más adecuado para determinar si el concedente del crédito tenía o no esa especial relación con el deudor fue cuando éste se concedió, y no cuando el concurso se declaró, ya que es en aquél momento cuando la especial relación entre deudor y financiador, y las consecuencias que de esta especial relación el legislador pretende evitar, pudo desplegar sus efectos.

Ahora bien, dentro de esta línea, algunos autores –acertadamente– alertaron desde el principio que llevar esta interpretación hasta su extremo podía llevar a situaciones totalmente desproporcionadas y excesivas. Ello llevó a plantear la necesidad de poner algún *límite temporal* que moderase las negativas consecuencias que para los financiadores se podían derivar de esta interpretación<sup>(47)</sup>. Se consideró adecuado recurrir a la

---

(44) Entre otros: ALONSO LEDESMA, C., «Delimitación de la masa pasiva», en *Derecho Concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la Reforma Concursal* (dir., García Villaverde, Alonso Ureba, Pulgar Ezquerra) Madrid, 2003, p. 404; también en «Comentario al art. 93: Personas especialmente relacionadas», cit., p. 936; GUASCH MARTORELL, R., «El concepto de persona especialmente relacionada», cit., p. 1431, quien entendía que la modificación posterior de tal vinculación debía estimarse irrelevante; RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., «La subordinación de los créditos de los socios en las sociedades de capital», *ADCo*, núm. 12, 2007, p. 103; ARIAS VARONA, F. J., «El tratamiento de los préstamos sustitutivos del capital en el concurso de la sociedad prestataria» en AA.VV., *Gobierno Corporativo y Crisis Empresariales. II Seminario Harvard-Complutense*, Pons, 2006, p. 225; SEBASTIÁN QUETGLÁS, R., «La subordinación de los créditos de las personas jurídicas», cit., p. 110. En los Tribunales, partidarios de esta tesis: la SAP de Barcelona (Sección 15) de 5 de octubre de 2010 (JUR 2010, 384900) que modificó su orientación.

(45) MERCADAL, F., *Nueva Ley concursal*, Bosch, 2005, p. 458, quien entendía que, de haber querido el legislador otra cosa, una norma tan reglamentarista como la LC lo hubiera precisado. En las Audiencias Provinciales cabe señalar la SAP de Barcelona (Sección 15) de 28 de noviembre de 2008 (JUR 2009, 144647), que siguió tajantemente la tesis de que la vinculación del socio debía existir en el momento de la declaración del concurso, rechazando tal cualidad respecto de socios que habían dejado de serlo unos meses antes.

(46) FERRÉ, J., *Los créditos subordinados*, cit., p. 435; MANZANARES, A. y VILLORIA I., «Algunos apuntes sobre los créditos subordinados en la nueva Ley Concursal», en *La Ley*, 2004, p. 4.

(47) Por todos: v. ALONSO LEDESMA, C., «Comentario al art. 93: Personas especialmente», cit., p. 936, defendía esta limitación «ya que cualquier otro resultado supondría la posibilidad de revisar

aplicación analógica del plazo de dos años que exige el artículo 93.3 LC para las cesiones de crédito y el artículo 71 LC para rescindir los actos perjudiciales a la masa, a fin de moderar aquél criterio interpretativo. De este modo, sólo los créditos concedidos en los dos últimos años desde la declaración de concurso por parte de una persona especialmente relacionada se verían subordinados.

Fue con la reforma llevada a cabo por el Real Decreto Ley 3/2009 en los apartados 1º y 3º del artículo 93.2 LC cuando se solventó, cuando menos en parte, la polémica referida. Con ella se enmendó el vacío legal acerca del momento en que debía concurrir la condición de socio para que los créditos que ostentara frente al concursado fueran objeto de subordinación: «*el momento del nacimiento del crédito*», tal y como venían defendiendo las posiciones mayoritarias; o lo que es lo mismo, el momento del nacimiento de la obligación.

Sin embargo, como apuntábamos, la imprecisión del legislador sólo quedó resuelta en parte. Existen todavía dos circunstancias que siguen sin concretarse por la norma y que la reforma introducida por la Ley 38/2011 tampoco ha resuelto:

(i) por un lado, no se ha hecho extensiva la determinación del ámbito temporal de la norma al supuesto de las relaciones de grupo (sí concretada, como hemos dicho, para los socios financiadores de sociedades «isla» o de sociedades de grupo, ex artículo 93.2.1º y 3º, al «*momento del nacimiento del derecho de crédito*»<sup>(48)</sup>);

(ii) por otro lado, tampoco ninguna de aquellas reformas había incorporado límite alguno a ese ámbito de aplicación temporal, a pesar de que importante doctrina jurisprudencial y científica venía desde hace años abogando por la aplicación analógica del plazo de dos años previsto en los artículos 71, 93.2.2º y 93.3º LC a los sujetos referidos en el 93.2. 1º y 3º LC.

Afortunadamente, algunas resoluciones por parte de nuestros tribunales ya han afrontado este vacío tomando postura en torno a ambas cuestiones en el sentido de confirmar que *también* respecto de los grupos de sociedades –y sus «socios»– habrá de tenerse en cuenta como elemento temporal relevante del nacimiento de esa especial relación subjetiva de «cercanía», el momento del nacimiento del crédito con el límite de «*los dos años anteriores a la declaración de concurso*»<sup>(49)</sup>.

---

cualquier crédito que hubiera sido concedido por un acreedor relacionado sin límite temporal alguno»; SÁNCHEZ-CALERO, J., «Algunas cuestiones concursales relativas a los grupos de sociedades», cit., p. 7 y ss.

(48) También lo hace notar PÉREZ BENÍTEZ, J.J., «Créditos subordinados tras la reforma», p. 398: «a diferencia de lo establecido con respecto a los socios en el primer supuesto (art. 93.2.1º), nada dice la Ley en este lugar sobre el momento temporal. El momento determinante para constatar la pertenencia del acreedor al grupo ha de ser el de la concesión del crédito, no el de la apertura del concurso, pues fue en aquel momento donde se produce el desvalor de la norma. Ello supone que si la vinculación no se tenía en el momento inicial pero se adquiere después, el crédito no se subordina por esta causa».

(49) Así la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil (núm. 2) de Madrid, de 13 de enero de 2012 (puede consultarse un comentario nuestro que es base de este trabajo, con el título «Sobre la subordinación de créditos a los socios del grupo (SJM 2 Madrid 13 de enero de 2012), en *ADC*, 2013, p. 393 y ss.).

El razonamiento en que nuestros tribunales se fundan para alcanzar esta conclusión pasa por entender, en la línea de lo que ya venía apuntando la doctrina mayoritaria, que la seguridad jurídica exige una interpretación teleológica y finalista de la norma en tanto de lo contrario ésta se vería privada de su eficacia «*a poco hábiles que estén las sociedades de un grupo que titulan créditos contra la concursada para desvincularse de la misma*». Por eso se hace prevalecer, frente a la interpretación literal, otra en la que se integra –aplicando el plazo de dos años– no sólo a los supuestos contemplados por la norma de forma expresa, sino también a aquellos en que «*una interpretación lógica lo impone para no privar de coherencia al sistema (cónyuges de los ascendientes, descendientes y hermanos; socios personal e ilimitadamente responsables de las deudas sociales y que sean titulares de determinado porcentaje del capital social; y sociedades que formen parte del mismo grupo que la declarada en concurso y sus socios, etc.)*»<sup>(50)</sup>.

Se puede afirmar así que entre nuestros jueces se viene acogiendo la línea de pensamiento que confirma la opinión mayoritaria que sostenía nuestra doctrina científica a este respecto<sup>(51)</sup>.

#### IV. BIBLIOGRAFÍA

ALONSO LEDESMA, C., «Delimitación de la masa pasiva», en *Derecho Concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la Reforma Concursal* (dirs., García Villaverde, Alonso Ureba, Pulgar Ezquerro) Madrid, 2003.

– «Comentario al artículo 92: Créditos subordinados», y «Comentario al artículo 93: Personas especialmente relacionadas con el concursado», en *Comentarios a la Legislación Concursal*, Pulgar, Alonso Ledesma, Alcover, Alonso Ureba (dirs.), Dykinson, 2004.

– «El automatismo en la subordinación de créditos y la posición de las entidades de crédito», en AA.VV., *Implicaciones financieras de la Ley Concursal*, (dirs., Alonso Ureba, Pulgar Ezquerro) Madrid, 2009.

– «La reforma en materia de subordinación crediticia», *RCP*, núm. 11, 2009, pp. 59 y ss.

ALONSO UREBA, A.; PULGAR EZQUERRA, J., «Relación de grupo y administrador de hecho en el concurso de sociedades integradas en un grupo», *RdS* núm. 29 2007, pp. 19 y ss.

ARIAS VARONA, F.J., «El tratamiento de los préstamos sustitutivos del capital en el concurso de la sociedad prestataria» en AA.VV., *Gobierno Corporativo y Crisis Empresariales. II Seminario Harvard-Complutense*, Pons, 2006.

---

Ya existían precedentes de esta línea interpretativa por la cual se extendía el ámbito temporal de la relación de grupo a los efectos de subordinación a los dos años anteriores al nacimiento del concurso, con el fin –en la misma línea que indica la sentencia comentada por nosotros– de evitar la fácil elusión de la condición de persona relacionada mediante la venta de la participación correspondiente en la sociedad concursada con carácter previo a la declaración. Entre otras, *cfr.* las sentencias del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Oviedo de 15 de diciembre de 2006, y de 3 de septiembre de 2007, y de 28 de noviembre de 2007.

(50) *Vid.* nota anterior.

(51) Recientemente, también a favor de esta aplicación analógica aun después del silencio de la Ley 38/2011: PÉREZ BENÍTEZ, J.J., «Créditos subordinados tras la reforma...», p. 386; MAIRATA, J./ROL-DÁN, F., «Subordinación y grupos de empresas: cuestiones interpretativas», *RCP*, núm. 16, 2012, p. 228.

- ÁVILA, A.; CURTO, M., «La subordinación del crédito de las personas especialmente relacionadas con el concursado», en *Libro homenaje a Manuel Olivencia*, IV, Marcial Pons, 2005.
- CORDERO, E., «Personas especialmente relacionadas», en *Comentarios a la Ley concursal*, (dir., Bercovitz), Tecnos, 2004.
- DE ARRIBA, M.L., *Derecho de grupos de sociedades*, Civitas, 2004.
- DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., «Concepto y significado institucional de los grupos de empresas, en AA.VV., *Libro homenaje a Ramón M<sup>a</sup> Roca Sastre*, vol. III, Junta de Decanos de los Colegios Notariales, Madrid, 1979, pp. 570 y ss.
- «El concurso del grupo de empresas en la Ley Concursal», en AA.VV., *Derecho Concursal, Estudio Sistemático de la Ley 22/2003 y 8/2003 para la reforma concursal*, (dirs., García Villaverde, Alonso Ureba, Pulgar Ezquerro) Madrid, 2003.
- EMBID IRUJO, J.M., *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios*, Madrid, 1987.
- «Cuestiones generales sobre la tutela de los socios externos», en AA.VV., *I gruppi di società*, vol. II, Giuffrè, 1996.
  - «Grupos de Sociedades y Derecho Concursal», AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia*, vol. II, Madrid 2004.
- EMBID IRUJO, J.M.; GIRGADO PERANDONES, P., «Aproximación al significado jurídico de los órganos del grupo de sociedades. Especial referencia al papel de la Junta general», en (coord.) Embid, *Las competencias de los órganos sociales en las sociedades de capital*, Tirant lo Blanch, 2005.
- FERNÁNDEZ MARKAIDA, I., *Los grupos de sociedades como forma de organización empresarial*, Edersa, Madrid, 2001.
- FERRÉ FALCÓN, J., *Los créditos subordinados*, Thomson-Civitas, 2006
- «El grupo de sociedades y la declaración de concurso en la nueva normativa concursal», AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia*, vol. II, Madrid, 2004.
- FUENTES NAHARRO, M., *Grupos de sociedades y protección de acreedores (Una perspectiva societaria)*, Thomson-Aranzadi, 2007.
- «Accionistas externos de grupos de sociedades: una primera aproximación a la necesidad de extender la perspectiva tuitiva a la sociedad matriz», *RDM* núm. 269, 2008, pp. 1009 y ss.
  - «Comentario al artículo 18 LSC», en (dirs.) Rojo/Beltrán, *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Civitas, 2011.
  - «Sobre la subordinación de créditos a los socios del grupo (SJM 2 Madrid 13 de enero de 2012), *ADCo*, 2013, pp. 393 y ss.
- GARCÍA VICENTE, J.R., «La clasificación de créditos», en *La reforma concursal (III Congreso español de derecho de la insolvencia)*, (dirs., Beltrán et al.), Thomson-Aranzadi, 2011.
- GARRIDO, J.M., «Artículo 93», en *Comentario de la Ley Concursal*, Rojo, A.; Beltrán, E. (dirs.), Thomson-Civitas, 2004.
- GIRGADO PERANDONES, P., *La empresa de grupo y el derecho de sociedades*, Comares, 2001.
- GUASCH MARTORELL, R., «El concepto de persona especialmente relacionada con el deudor en la Ley Concursal», en *RDM*, núm. 254, 2004, pp. 1452 y ss.

- IGLESIAS, J.L.; VAQUERIZO, A., «Sobre la subordinación legal en el concurso de los créditos pertenecientes a las personas especialmente relacionadas con el deudor», en *Libro homenaje a Manuel Olivencia*, IV, Marcial Pons, 2005.
- MAIRATA, J.; ROLDÁN, F., «Subordinación y grupos de empresas: cuestiones interpretativas», *RCP*, núm. 16, 2012, pp. 227 y ss.
- MANZANARES, A. y VILLORIA I. «Algunos apuntes sobre los créditos subordinados en la nueva Ley Concursal», en *La Ley*, 2004, pp. 1828 y ss.
- MARÍN DE LA BÁRCENA, F., «Subordinación de créditos de socios y concurso de sociedades de capital», *RCP*, núm. 12, 2010, pp. 106 y ss.
- MARTÍNEZ MACHUCA, J.M., *La protección de los socios externos en los grupos de sociedades*, Bolonia, 1999.
- MARTÍNEZ RUIZ, L., «Aproximación a la regulación de los grupos de sociedades en la propuesta de Código Mercantil», *E-Dictum*, núm. 22 (octubre de 2013).
- MASSAGUER FUENTES, J., «La estructura interna de los grupos de sociedades (aspectos jurídicos societarios)», *RDM*, núm. 192, 1989, pp. 281 y ss.
- MERCADAL, F., *Nueva Ley concursal*, Bosch, 2005.
- PÉREZ BENÍTEZ, J.J., «Créditos subordinados tras la reforma de la Ley Concursal operada por la Ley 38/2011, de 10 de octubre», en *Tratado judicial de la insolvencia*, Prendes/Muñoz (dirs.), Thomson-Aranzadi, 2012, t. II.
- PULGAR, J., «El concurso de sociedades integradas en un grupo», en *La Modernización del Derecho de Sociedades de capital en España: cuestiones pendientes de reforma*, Alonso Ledesma, Alonso, Esteban Velasco (dirs.), Aranzadi-Thomson, 2011.
- RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., «La subordinación de los créditos de los socios en las sociedades de capital», *ADCo*, núm. 12, 2007, pp. () y ss.
- RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, D., «Créditos subordinados intragrupo: dos aspectos del estado actual de la cuestión», *ADCo*, núm. 30, 2013, pp. 335 y ss.
- SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M.M., «El concepto de grupo en la Ley Concursal», en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, vol. II, Madrid-Barcelona, 2005.
- «Grupos de empresas y concurso de acreedores», *Comentarios a la Ley Concursal*, (coord. Fernández de la Gándara, Sánchez Álvarez), Marcial Pons, 2004.
- SÁNCHEZ CALERO, F. «La subordinación legal de créditos en caso de concurso de una sociedad», en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: libro homenaje a Manuel Olivencia*, t. IV, Madrid, 2005.
- SÁNCHEZ-CALERO, J., «Algunas cuestiones concursales relativas a los grupos de sociedades», *ADCo*, núm. 5, 2005, pp. 7 y ss.
- SÁNCHEZ-CALERO, J.; FUENTES, M., «La reforma concursal y los grupos de sociedades», *En torno a la reforma concursal: Congreso concursal y mercantil Salamanca*, Thomson-Civitas, 2012.
- SEBASTIÁN QUETGLÁS, R., *El concurso de acreedores del grupo de sociedades*, Cizur Menor, 2009.
- «La subordinación de los créditos de las personas jurídicas», *ADCo*, núm. 15, 2008, pp. () y ss.

- «La subordinación de los créditos en los grupos de sociedades», en *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Ruiz de Velasco*, (coord.) Veiga, Civitas, 2010.
- TERREROS, G. «Grupos de sociedades y concurso de acreedores», *ADCo*, núm. 18, 2008, pp. 245 y ss.
- VALPUESTA, E. «Comentario al artículo 92», en *Comentarios a la Ley Concursal*, (dir.) Cerdón, Aranzadi-Thomson, 2ª ed., 2010, t. I.
- *Guía legislativa de la Ley concursal (texto comparado y comentado según la reforma de la Ley 38/2011)*, Bosch, 2011.
- VEIGA COPO, A. «Los créditos subordinados en la Ley Concursal», en *RDBB*, núm. 102, 2006, pp. 9 y ss.
- VILLANUEVA, B., «Alternativa a la automática subordinación de los créditos de los titulares de participaciones significativas en el concurso», en *Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, marzo 2012.



---

# CRÓNICA

---



# «PROPIEDAD OCULTA» Y «VOTO VACÍO» EN LA ARMONIZACIÓN DE LA TRANSPARENCIA CORPORATIVA (\*)

## *HIDDEN OWNERSHIP AND EMPTY VOTING ON THE HARMONIZATION OF CORPORATE TRANSPARENCY*

MARÍA DE LA SIERRA FLORES DOÑA

*Catedrática acreditada de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

### RESUMEN

*La Resolución Legislativa del Parlamento Europeo, de 12 de junio de 2013, aprobó en primera lectura, la Propuesta para la modificación de la Directiva 2004/109/CE, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.*

*En el presente trabajo se realiza un estudio valorativo de los fundamentos y principales aspectos de la regulación del deber de informar la participación importante alcanzada mediante derivados financieros e instrumentos con efecto económico similar, con independencia de la liquidación física o en efectivo de los mismos. Esta es una de las principales modificaciones introducida a la Directiva de Transparencia 2004/109/CE y que se sustenta en la necesidad de evitar que mediante la contratación de derivados financieros se acceda ocultamente a la propiedad de la sociedad cotizada o se fortalezca la influencia en la misma mediante la estrategia del voto vacío, sin la consiguiente aplicación de la normativa de transparencia.*

**Palabras claves:** *derivado financiero, directiva de transparencia, propiedad oculta, vaciamiento del voto.*

### ABSTRACT

*The European Parliament legislative resolution of 12 June 2013 approved, on first reading, the proposal for the amendment of Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC.*

*The purpose of this paper is to make an evaluative study on the foundations and key aspects of the regulation in connection with the duty to report a relevant equity interest acquired through financial derivative instruments with similar economic effect, regardless of their the physical or cash settlement. This is one of the main amendments to the Transparency Directive 2004/109/CE. It is based on the need to prevent the secretly-access to ownership of a listed company or the influence caused by empty-voting strategies through the use of financial derivatives, without the subsequent application of the transparency rules.*

**Key words:** *derivative financial, transparency directive, hidden ownership, empty voting.*

---

(\*) Texto de la intervención presentada en el XI Congress Harvard-Complutense, «Restructuring of the financial system and new negotiation strategies». El Congreso se celebró entre los días 7-9 de octubre de 2013 en la Harvard Law School, con el patrocinio del Ilustre Colegio Notarial de Madrid, el Ilustre Colegio de Registradores de España, Allen & Overy y el Banco de Santander.

## SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. EL DEBER DE COMUNICAR Y DE DIFUNDIR LA PARTICIPACIÓN IMPORTANTE ALCANZADA MEDIANTE DERIVADOS FINANCIEROS E INSTRUMENTOS DE EFECTO ECONÓMICO SIMILAR.
    1. **Planteamiento. Fundamentos y caracterización.**
    2. **Principales opciones del modelo armonizado de transparencia.**
      - 2.1. Elevación de las normas de producción y aplicación comunitarias.
      - 2.2. La regla de revelación de la participación importante alcanzada por derivados financieros e instrumentos de efecto económico similar.
      - 2.3. La flexibilización del principio de armonización máxima para los deberes de comunicación a la sociedad emisora y a la autoridad de supervisión.
    3. **Marco sancionador. Publicación de las sanciones y Recurso.**
      - 3.1. Cuadro de infracciones y de sanciones.
      - 3.2. Criterios ordenadores en la aplicación del régimen sancionador.
      - 3.3. Publicación de las sanciones y recurso.
  - III. CONCLUSIÓN.
  - IV. BIBLIOGRAFÍA Y DOCUMENTACIÓN.
- 

### I. INTRODUCCIÓN

El mejor conocimiento de la identidad de la persona física o jurídica que ostenta una participación importante o significativa en una sociedad cuyos valores se cotizan en los mercados regulados constituye un principio fundamental para el Mercado y una necesidad para los interesados en la sociedad: el propio emisor, la autoridad de supervisión y los accionistas e inversores. Esta idea sustenta una de las principales modificaciones que han orientado la reforma de la Directiva de Transparencia (2004/109/CE), cuya Propuesta de modificación se aprobó en primera lectura, por la Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 12 de junio de 2013, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. Paralelamente a la revisión de la Directiva de Transparencia 2004/109/CE, los reguladores nacionales han incorporado los derivados financieros liquidados por diferencias en el ámbito del deber de comunicación de las participaciones importantes. Así, Alemania en el año 2012, Portugal en el año 2010. Y anteriormente Francia y el Reino Unido, en el año 2009.

En la Propuesta de Directiva, aprobada el 12 de junio de 2013, se mejora la transparencia relativa a la estructura de la propiedad y del control de las sociedades

cotizadas, ya que si bien se conserva la estructura del modelo primitivo para las participaciones importantes, se modifica su ámbito y marco sancionador. En este sentido, se mantiene el deber de comunicación de la participación importante al emisor y a la autoridad nacional de supervisión financiera (artículos 9-11 y 13), seguido de la puesta a disposición de la información comunicada en la *website* del emisor y/o de la autoridad de supervisión (artículo 12). Dentro de este marco normativo, se amplía el ámbito objetivo de las participaciones alcanzadas mediante derivados financieros referenciados a acciones de la sociedad objetivo desde la Directiva 2007/14/CE (artículo 13 y 13 *bis*). Y también se fortalecen las disposiciones sobre incumplimientos esenciales al deber de información y publicidad de las participaciones importantes (artículos 28, 28 *bis*, 28 *ter*, 28 *quater*). A continuación analizamos las principales líneas y orientaciones que han guiado el nuevo modelo armonizado de la transparencia, con especial atención al deber de información sobre la participación importante alcanzada mediante la contratación de derivados financieros e instrumentos con efecto económico similar<sup>(1)</sup>. Las opciones adoptadas por el legislador se valoran desde la perspectiva del Derecho de sociedades y del Mercado de valores, por situarse en estos dos ámbitos, los diversos intereses implicados en el conocimiento de la estructura de la propiedad y del control de la sociedad anónima cotizada. De una parte, los de la sociedad, administradores, accionistas. De otra, los inversores y la autoridad de supervisión de los mercados financieros.

## II. EL DEBER DE COMUNICAR Y DE DIFUNDIR LA PARTICIPACIÓN IMPORTANTE ALCANZADA MEDIANTE DERIVADOS FINANCIEROS E INSTRUMENTOS DE EFECTO ECONÓMICO SIMILAR

### 1. Planteamiento. Fundamentos y caracterización

La transparencia sobre la estructura de la propiedad y del control en sociedades cuyas acciones están admitidas a cotización en los mercados regulados constituye el fundamento general del deber de «información continua», relativo a las «participaciones importantes» impuesto en los artículos 9 a 16 de la Directiva de Transparencia 2004/109/CE, en la nueva redacción aprobada en primera lectura, por la Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 12 de junio de 2013<sup>(2)</sup>.

(1) El presente trabajo actualiza y amplía parcialmente el estudio realizado sobre los antecedentes y el proceso de la reforma de la Directiva de Transparencia 2004/109/CE, bajo el título «La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados», Capítulo XXVI, de la obra *Aspectos jurídicos de los derivados financieros* [(ALONSO, A.; ALONSO, C., dirs.), Madrid 2013, pp. 721-741]. El trabajo ya publicado y el que ahora se realiza han sido desarrollados en el marco del Proyecto de Investigación: ¿Hacia un sistema financiero de nuevo cuño?: análisis crítico de las soluciones implementadas en otros ordenamientos y propuestas de modificaciones legales en Europa y en España». [DER 2011-28265 del Departamento de Investigación y Gestión del Plan Nacional de I+D+i del Ministerio de Ciencia e Innovación].

(2) La Resolución Legislativa del Parlamento Europeo Reglamento, de 12 de junio de 2013, se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea, *DO L 201*, de 27 de julio de 2012, pp. 1-59. La versión

En la reforma de la Directiva, se conserva la estructura del modelo armonizado por la Directiva 2004/109/CE para las participaciones importantes, ampliándose el ámbito y el nivel de armonización requerido para la divulgación de la participación importante, así como el marco sancionador previsto para el incumplimiento de los deberes de comunicación y difusión.

En cuanto a la estructura del modelo armonizado de transparencia impuesto para las participaciones importantes, se mantienen el deber de comunicación al emisor y a la autoridad nacional de supervisión financiera (artículos 9, 10, 11, 13 y 13 *bis*), al que se relaciona el de puesta a disposición de la información comunicada a través de la *website* del emisor y de la autoridad nacional de supervisión (artículo 12). Junto a esta última se prevé, que a partir del 1 de enero de 2018, la publicación al mercado se realice también a través del «punto de acceso electrónico europeo» (artículo 21 *bis*)<sup>(3)</sup>.

El ámbito y contenido general de la comunicación es, en síntesis, el siguiente: cualquier persona (s) que, directa o indirectamente, posea los derechos de voto correspondientes a las acciones admitidas en un mercado regulado, en una proporción determinada ha de comunicarlo al emisor y a la autoridad nacional de supervisión. A estos efectos, el deber de comunicación comprende al poseedor de los derechos de voto, ya en condición de accionista, ya como legitimado para el ejercicio de los mismos en virtud de un acuerdo de concierto, depósito y otros similares. (artículos 9 a 11). A similar obligación está sometida «la persona física o jurídica que posea, directa o indirectamente: a) instrumentos financieros que, a su vencimiento, den al tenedor, en virtud de un acuerdo formal, el derecho incondicional a adquirir o la facultad discrecional de adquirir acciones ya emitidas que lleven aparejados derechos de voto, de un emisor cuyas acciones han sido admitidas a negociación en un mercado regulado; b) instrumentos financieros que no estén incluidos en la letra a), pero que estén referenciados a acciones mencionadas en dicha letra y que tengan un efecto económico similar a los instrumentos financieros mencionados en dicha letra, den o no derecho a liquidación física» (artículo 13.1).

---

electrónica está disponible en la *website* del Parlamento europeo <http://www.europarl.europa.eu>.

La consulta a cualquiera de los textos relacionados con la Directiva de Transparencia es posible a través de la *website* de la UE [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm). Asimismo, la documentación relacionada con el Proyecto de normas técnicas que elaborará ESMA puede consultarse en la *website* de esta Autoridad europea de supervisión, <http://www.esma.europa.eu/page/transparency>.

(3) Este estudio forma parte de una línea de investigación sobre la transparencia de las participaciones significativas o importantes en el Derecho de sociedades anónimas. Entre ellos, FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «Contenido y efectos del concepto de participación significativa», *RdS* núm. 22/2002, pp. 55-85; Ídem, «El modelo armonizado de publicidad en el *Sitio Internet* de las autoridades supervisoras de los mercados de valores», *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal*. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde, Madrid 2007, t. II, pp. 563-600. Los antecedentes y el estudio del régimen societario y del mercado de valores, construido desde mediados del siglo XX en las legislaciones europeas y española, así como en la Directiva 88/627/CEE constituyeron el objeto y el contenido de la monografía: Ídem: *Participaciones significativas en sociedades anónimas*, Madrid 1995.

La ampliación del ámbito de la información a los instrumentos financieros está asociada a la necesidad de adecuar la realidad jurídica armonizada a la evolución y dinámica empresarial en el contexto de la Unión Europea. En este sentido, la creciente aparición de productos financieros se ha visto impulsada por los avances científicos experimentados en los campos del conocimiento, de la economía financiera y de cálculo matemático, conjuntamente con la elevación continua de las necesidades de financiación empresarial y la rapidez de las comunicaciones alcanzadas con las Tecnologías de la Información y de la Comunicación. La integración de esta múltiple innovación, de carácter financiero, científico y tecnológico, ha acelerado la consecución de beneficios de las inversiones, al tiempo que ha reducido el riesgo económico para los operadores económicos. Pero con la revolución de los derivados y otros desarrollos del capital se amenaza el patrón de las empresas cotizadas, representado por una acción-un voto. Este riesgo se advirtió en la literatura científica<sup>(4)</sup>. También fue objeto de algunos expedientes sancionadores en distintos países (entre ellos, Alemania, Francia e Italia) y fue denunciado por la Autoridad Europea de Valores y del Mercado, con ocasión de la evaluación de la Directiva de Transparencia. En los informes elaborados al respecto se declaraban, que los votos correspondientes a las acciones subyacentes a un contrato de derivado y poseídos por depositarios autorizados o fundación anti-Oferta Pública de Adquisición, frecuentemente se estaban utilizando con objetivos de gobierno corporativo, mediante la conclusión de contratos por diferencias (CFD o *CfDs*), bajo el tipo de permuta financiera «swap» o cualquier otro instrumento que permitiera alcanzar al inversor, normalmente un fondo, un número de votos superior al interés económico ligado al contrato de derivado. De este modo se podía orientar el ejercicio de los votos en interés del inversor y acceder ocultamente a la propiedad de la empresa<sup>(5)</sup>. En estos casos, la aplicación de la Directiva de Transparencia solía evitarse, ya que los derechos de votos correspondientes a las acciones subyacentes no eran tenidos en cuenta para calcular el umbral de comunicación de la participación importante, porque la aplicación del modelo armonizado a los instrumentos financieros se restringía a los «que den

---

(4) En la investigación realizada por HU, H. y BLACK se demostraba, que este principio de proporcionalidad entre el «poder de voto» y la «propiedad económica» incentiva a que los accionistas votasen en orden al aumento de valor de la empresa y motivaba a que los administradores ejercieran sus poderes lealmente sobre los bienes que no son de su propiedad. Pero esta proporcionalidad se había quebrado hace tiempo y, en este sentido, había que recordar la tesis de Berle-Means, sobre la «separación de la propiedad y el control» para significar que los accionistas tienen muy poca voz sobre las acciones de la empresa. Pese a todo, los mecanismos de votación de los accionistas arraigados, en conjunción con la lucha por el poder y las ofertas de pública adquisición de la empresa, limitaban a los administradores a no alejarse demasiado de la búsqueda del interés de los accionistas, de maximizar el valor de la empresa». A este respecto señalaban que, «tanto los inversores externos «outside investors» como los iniciados «insiders» podían fácilmente separar la propiedad económica de las acciones de los derechos de voto a dichas acciones. Esta disociación –que llamamos «la nueva compra de votos» «the new vote buying»– está a menudo oculta a la vista del público y se desarrolla al margen de la regulación vigente. En este ámbito, los «Hedge Funds» han sido especialmente creativos en el diseño de estrategias de disociación de los derechos de voto de la propiedad económica, con el resultado de disponer de un número superior de votos al que correspondería por la proporción de propiedad económica» («Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms», *The Business Lawyer*, 2006, p. 1011).

(5) En el Informe ESMA/2012/415 (pp. 5-7).

derecho a adquirir, por iniciativa propia de dicho tenedor exclusivamente, bajo acuerdo formal, acciones ya emitidas que lleven aparejados derechos de voto de un emisor cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado» (artículo 13.1). Y, por otra parte, las autoridades nacionales de supervisión mantuvieron opiniones diferentes a la hora de sancionar o no los incumplimientos del deber de notificar los derivados financieros. Lo cierto es que la disciplina de la transparencia se venía mostrando insuficiente para evitar el potencial abuso que suponía la toma de decisión por quien no asumía el riesgo económico de la misma y que se desplegaba con la estrategia de «propiedad oculta» y de «voto vacío» asociada a la utilización de los «Contratos por diferencias» (*CfD*) y *equity swaps*.

A este respecto en los Informes de evaluación de la Directiva se declaró, que algunas inversiones en derivados *equity swap* tenían un efecto económico similar al que se producía mediante la adquisición de acciones o derechos sobre las mismas y que las consecuencias de la no comunicación del interés sobre las acciones subyacentes, como la contratación de derivados referenciadas a las acciones, se utilizaba para acceder o fortalecer la influencia en la sociedad o en el gobierno corporativo, sin que la proporción representativa del interés económico ligado a las acciones subyacentes se computase a los efectos de comunicación de la participación importante<sup>(6)</sup>.

En todos los casos, el nacimiento del deber de comunicar se impone por la Directiva cada vez que se alcance, supere o disminuya alguno de los umbrales de participación elegidos (5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% y el 75%) (artículo 9.1<sup>(7)</sup>).

---

(6) *Vid.* más ampliamente en FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados», núm. III, «La necesidad de adecuar la Directiva de Transparencia a la innovación financiera», pp. 727-728.

(7) El art. 9 de la Directiva 2004/109/CE se refiere a la Notificación de la adquisición o cesión de participaciones importantes. Y dice:

«1. El Estado miembro de origen garantizará que, cuando un accionista adquiera o ceda acciones de un emisor cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado y que lleven aparejados derechos de voto, dicho accionista notifique al emisor la proporción de los derechos de voto del emisor detenida por el accionista como resultado de la adquisición o cesión cuando esa proporción alcance o franquee por encima o por debajo, los umbrales del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% y el 75% (...)».

En los estudios anglosajones sobre los porcentajes elegidos para la revelación de la propiedad destacan los que siguen una metodología cuantitativa. A través de índices se codifican las reglas jurídicas. El número de índices y variables oscila entre los autores y ha variado en el tiempo, desde el número de inicial de ocho índices hasta el actual, de aproximadamente cincuenta. Estos datos se incorporan a bases de datos.

Entre los estudios que siguen una metodología cuantitativa puede citarse, el de SCHOUTEN, M. y SIEMS, M. Se trata de un estudio empírico sobre la evolución de la disciplina en 25 países, durante el período comprendido entre los años 1995-2004. La investigación se sustenta en una base de datos en la que, a su vez, se han volcado de manera codificada las reglas de propiedad en la muestra recogida por el Centro de investigación para los negocios de la Universidad de Cambridge «Centre for Business Research (CBR)». El resultado ha manifestado una mayor restricción de la disciplina durante el tiempo observado (descenso del umbral de revelación inicial, mayor convergencia, explicación de las diferencias entre países atendiendo al grado de desarrollo económico del país, relación positiva entre el rigor de las reglas de revelación de la propiedad y el nivel de dispersión de la propiedad. («The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 10/2010, p. 2).

En la comunicación constará el número total de votos, seguido de la identidad del accionista, de la cadena de empresas, la fecha en la que el umbral se alcanzó, se superó o descendió (artículo 12.1). En el caso de los instrumentos financieros se «incluirá el desglose por tipos de los instrumentos financieros que se posean de conformidad con la letra a) y los instrumentos financieros que se posean de conformidad con la letra b), distinguiendo entre los instrumentos financieros que den derecho a liquidación física y los instrumentos financieros que den derecho a liquidación en efectivo» (artículo 13.1, segundo apartado). La comunicación se dirigirá al emisor y a la autoridad nacional de supervisión (artículo 9). Por regla general, la comunicación al emisor se realizará lo antes posible (artículo 12.4) y la información comunicada se hará pública por el emisor a través de la *website* de la empresa o mediante la *website* de la autoridad nacional de supervisión (artículo 12.6).

De esta manera, el legislador comunitario contribuye a identificar al propietario real de la empresa. La dificultad de conocer este último dato se produce, no sólo por la ausencia de una definición suficientemente general de la participación importante comprendida en el ámbito de la transparencia, sino también porque es todo un reto para el legislador trasladar al ámbito de la disciplina (hechos y negocios a través de los que se adquiere la propiedad y el control, criterios para determinar el umbral de participación importante, mecanismos para detectar los supuestos de incumplimiento), la realidad heterogénea y cambiante de los hechos y negocios que dinamizan la estructura de la propiedad y del poder en el ámbito de las sociedades cotizadas. En este contexto, la Propuesta de la Directiva aprobada en primera lectura, el 12 de junio de 2013 afronta la problemática del acceso oculto a la propiedad y al control de la sociedad emisora, a través de la contratación de derivados financieros con acceso potencial a los derechos de votos correspondientes a las acciones subyacentes o a la orientación del ejercicio de aquéllos. Como es sabido, el acceso oculto a la propiedad y al control de la sociedad emisora se integra en el fenómeno de la llamada propiedad oculta «hidden

---

Esta metodología cuantitativa se aplica también al estudio del conjunto de reglas de gobierno corporativo, el grado de convergencia alcanzado entre ellas y las consecuencias económicas de las mismas es un tema de gran interés desde la primera década del siglo XXI (LELE, P.; SIEMS, M., «Shareholder protection: a lexicometric approach», *Working paper*, núm. 324/2006, Centre for Business Research, University of Cambridge, pp. 1-46), tanto en lo que concierne a sus aspectos metodológicos, como en el que respecta a los criterios a seguir en la selección de las reglas jurídicas relevantes, el carácter nominal o funcional para determinar los parámetros de medición. *Vid.*, BEBCHUK, L.; HAMDANI, A., «The elusive quest for global governance standards», *University of Pennsylvania Law Review*, working paper, núm. 4/2009, pp. 1-53; SIEMS, M., «Convergence in Corporate Governance: a lexicometric approach», *The Journal of Corporation Law*, vol. 35:4/2009, pp. 729-756.

En la valoración de esta metodología cuantitativa, HOPT, K. ha resaltado su interés desde el punto de vista de las nuevas herramientas para la investigación, para la inversión y para la elaboración de las normas. También ha destacado la influencia de los índices y medidas (leximetrics) que se desarrollaron en las bases de esta investigación empírica. Pero en su opinión acerca de la aplicación de esta metodología a la investigación jurídica tropieza con algunas dificultades de política jurídica, entre ellas, las dificultades conceptuales, las operaciones erróneas y la fuerte resistencia en cuanto a su avance por el continuo enfrentamiento entre culturas jurídicas (América y el viejo continente) y de áreas de conocimiento (economistas y juristas). («American Corporate Governance índices as seen from a European perspective», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 158, núm. 27/2009, pp. 27-38).

ownership» y del voto vacío «empty voting». En síntesis, el término propiedad oculta (latente) «hidden (morphable) ownership» se asocia a aquellos casos en los que a través de la propiedad económica de acciones no revelada, se ha accedido al poder sobre los derechos de votos correspondientes a las acciones<sup>(8)</sup>. La expresión «voto vacío» es un patrón que viene a significar que se posee más propiedad económica que los votos que corresponden. Y el «votante vacío», «empty voters» puede definirse como aquella persona cuyos derechos de voto exceden sustancialmente el valor neto de su propiedad económica. A su vez, los dos términos pueden comprenderse en la expresión «new vote buying o decoupling»<sup>(9)</sup>. Y la regulación de este fenómeno es compleja, no sólo por la múltiple heterogeneidad e interdependencia entre los tipos de estrategias, sino también porque en la operativa de ambas estrategias se relacionan dos campos, con dos regulaciones no siempre coordinadas. De una parte, el campo de la sociedad anónima, gobernada por el Derecho de sociedades. De otra, el campo del mercado financiero, regulado por el Derecho del Mercado Financiero.

La comunicación impuesta a nivel comunitario versa sobre información de carácter corporativo<sup>(10)</sup>. A este fin responde la necesidad de informar sobre estructura de la propiedad y del poder en la sociedad cotizada, ya que el objeto y el contenido de la comunicación se refiere, a los derechos de voto correspondientes a las acciones y el voto es un derecho anudado a la condición de accionista. En este sentido, el deber de comunicar la participación importante es un mandato que, entre sus aspectos contemplados, proyecta el ámbito de la transparencia a la identidad de quien posee la titularidad de los derechos de voto o la legitimación para su ejercicio correspondiente a las acciones en una determinada proporción, por lo que el ámbito de la transparencia corporativa puede coincidir o no con la persona del socio (s) titular de las acciones<sup>(11)</sup>, así como a los derechos de votos ejercicio por otras personas. De este modo se desprende, del contenido necesario impuesto en el contenido de la comunicación, en relación con el sujeto directo e indirecto «la identidad de la persona/empresa a través de las que se

---

(8) HU, H. y BLACK, B., «The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership», Reprinted from *Southern California Law Review*, vol. 79, may 2006, núm. 4/2006, p. 815.

(9) *Vid. supra*. Según estos autores, En los últimos años, la nueva compra de votos ha afectado a las batallas de OPAS y al control de compañías cotizadas en, al menos, Australia, Canadá, Alemania, Hong Kong, Italia, Japón, Nueva Zelanda (p. 816).

(10) La Directiva de Transparencia clasifica la información que ha de proporcionarse al mercado en dos bloques. El Capítulo II sobre la información periódica, comprende preferentemente una información de carácter patrimonial; en concreto, los Informes financieros anuales (art. 4), semestrales (art. 5) y las declaraciones de gestión (art. 6), mientras que el Capítulo III sobre la información continua, comprende una información de carácter preferentemente administrativa, puesto que la comunicación persigue la transparencia de la organización del poder en la sociedad cotizada. *Vid.* más detalle en FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «Contenido y efectos del concepto de participación significativa», pp. 73 y ss.

(11) En su modalidad más simple, el deber de divulgación surge cuando se adquiere un cierto número de derechos de votos asociados a acciones. Pero las reglas de divulgación de la propiedad son más complejas, en aquellos casos en los que la obligación de divulgar no se produce sólo como consecuencia de la posesión de derechos de voto, sino como consecuencia de tener acceso a los derechos de votos, ya sea directa o indirectamente. Esta es la clave para asegurar que el último propietario pueda ser identificado «ejemplo, el beneficial owner» (SCHOUTEN, M. y SIEMS, M., «The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», p. 479).

ejercen los derechos de voto» (artículo 12), el número de votos, «la proporción de los derechos de voto del emisor poseídos por el accionista o por otra persona, igual, inferior o superior a los umbrales del 5%, 10%, 15%, 20%, 30%, 50% y el 75% (...)» (artículo 9.1) y los criterios para determinar los umbrales de participación (cómputo de todas las acciones que lleven aparejados derechos de voto, inclusión de los derechos de votos poseídos en propiedad o en virtud de negocios legitimadores de su ejercicio, de manera actual (usufructo, garantía) o potencial (concierto y derivados financieros con acciones subyacentes) (artículos 9, 10, 13).

Por ello, el concepto de participación importante es un concepto funcional, que se extiende a toda persona que, por la proporción que represente en el capital o en los derechos de votos correspondientes a las acciones emitidas por la sociedad y admitidas a cotización en un mercado regulado, sitúan a la persona que la posee en una posición de «influencia» respecto del resto de los accionistas y/o poseedores de los derechos de votos en la Junta General, con la consiguiente posibilidad de adquirir la empresa objetivo o de desplazar a quien en ese momento ostenta el control de la sociedad. Este concepto funcional puede inferirse de los artículos 9-13 de la Directiva de Transparencia y al mismo se aproximan las definiciones que pueden extraerse o inferirse de las respectivas legislaciones y de la doctrina que la interpreta. No obstante, es un reto identificar al último propietario, no sólo por la ausencia de una definición suficientemente general de la participación comprendida en el ámbito de la transparencia<sup>(12)</sup>, sino también por el porcentaje, como elemento variable para medir el rigor de la obligación de divulgación de la propiedad. Ambas variables tienen que ser utilizadas en el campo de la participación importante<sup>(13)</sup>.

El emisor es la persona directamente protegida por el legislador, ya que el mismo es el destinatario de la comunicación (artículo 9.1 Directiva). Por lo que podría decirse que la información continua exigida por el legislador comunitario en relación con la participación importante es un reconocimiento implícito a una especie de «derecho» que la sociedad tiene para conocer en todo momento sus accionistas reales<sup>(14)</sup>. El emi-

(12) Este problema fue ampliamente analizado en el Informe sobre el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en la UE. A este respecto se indicó, que «la identidad revelada del agente en quien reside el control de un bloque significativo de voto no es completamente fiable en cada uno de los estados miembros» (BECHT, M., «European Corporate Governance Network Executive Report» *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure* 1997, pp. 33 y ss.).

(13) «Un índice de los requisitos de divulgación respecto a la estructura de participaciones del emisor en la propiedad es igual a 0. Igual a uno si la ley o las normas de cotización exigen divulgar la participación, el nombre y la propiedad de cada accionista que, directa o indirectamente, controla el 10% o más de los valores en la votación del emisor, es igual a la mitad, si los requisitos de información a los accionistas es del 10% del Emisor no son propiedad indirecta, o si sólo su propiedad agregada debe ser revelada, y es igual a cero cuando se la ley no obliga a revelar el nombre y la participación en la propiedad de los accionistas el 10% del emisor. Nosotros combinamos los grandes requerimientos de información de los grandes accionistas en empresas con las exigencias impuestas entre ellos». Tomo la cita de SCHOUTEN, M. y SIEMS, M., «The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», p. 482.

(14) La necesidad de reconocer a la sociedad emisora el derecho a conocer en todo momento a sus accionistas reales se propone para el Derecho español, por ALONSO, A.; GARCIMARTÍN, F.; PERDICES, A. y GÓMEZ-SANCHA, I., «Transparencia accionarial y gobierno corporativo», *Centro de Go-*

sor es, además y, a través de sus administradores, quien deberá publicar la información contenida sobre la estructura de la propiedad y del control comunicada (artículo 12.6)<sup>(15)</sup>. Esta función instrumental de la comunicación sobre participación importante coincide con la comunicación que se dirigirá simultáneamente a la autoridad nacional de supervisión (artículo 19.3)<sup>(16)</sup>. En efecto, la recepción de la comunicación es un mecanismo que facilita a la autoridad de supervisión el ejercicio de sus potestades de vigilancia y de supervisión respecto de quienes están obligados a comunicar su participación importante. Pero al mismo tiempo, permite al supervisor satisfacer los objetivos implícitos en la comunicación de participación importante, relacionados con la transparencia del mercado y de protección del inversor.

El objetivo de transparencia respecto de la estructura de la propiedad/poder tiene una perspectiva estática y dinámica. Es estática, puesto que la información que deberá proporcionarse al emisor respecto de la estructura de la participación se refiere al

---

*bierno Corporativo*, 2010, pp. 7-98. En este trabajo se señala, que «el derecho de la sociedad emisora a conocer en todo momento sus accionistas reales constituye una herramienta necesaria para la gestión del buen gobierno corporativo, y por tanto se inserta dentro de las exigencias de protección de la eficiencia de los mercados y de los propios inversores como principio configurador del tipo sociedad cotizada» (p. 91). Por esta razón, el legislador español debe reconocer «el derecho de la sociedad emisora a poder conocer en todo momento la identidad de sus socios reales o finales» superando en este sentido el «desarrollo insuficiente del principio de transparencia como elemento configurador del tipo sociedad cotizada» (p. 90).

Hasta la posible aprobación del derecho de la sociedad cotizada, en el que el derecho a conocer la identidad de sus accionistas se contempla expresamente (art. 282-4 de la Propuesta de Código Mercantil, de junio de 2013), la configuración del deber de comunicación y divulgación de las participaciones importantes en la Directiva de Transparencia que se impone a los Estados miembros se concreta, en la posibilidad de que la autoridad nacional de supervisión pueda suspender el ejercicio de los derechos de votos a quien incumpla con el deber de comunicación, de conformidad con el nuevo art. 28 *bis ter* 2, de la Directiva de Transparencia. En cambio, no se contempla el derecho de investigación de la sociedad emisora, contrariamente al reconocimiento de este derecho u otro mecanismo funcionalmente similar existente en otros ordenamientos comparados. En efecto, la CA de 2006 reconoce un derecho de investigación a la sociedad emisora, al declarar que «si una *public company* conoce o tiene causas razonables para creer que una persona está interesada en acciones que representen una parte importante de acciones de capital o que lo haya tenido en los tres años anteriores (...) puede requerir por escrito que la persona lo confirme o deniegue el hecho, incluyendo información acerca de cualquier otra persona que tenga interés en las acciones» [s. 793]. Este derecho de investigación tiene sus antecedentes en la reforma de 1991, introducida a la s. 212 de la CA 1985, en cuya s. 214 también se reconocía un derecho de minoría para solicitar a la sociedad una investigación, siempre que existieran fundamentos razonables (...). No obstante, la sociedad podría obtener dicha información, activando el ejercicio de las potestades reconocidas a las autoridades nacionales en materia de supervisión y control de las participaciones importantes. (FLORES, M<sup>a</sup> S., «Los distintos contenidos y efectos del concepto de participación significativa», pp. 1234 y 1235). Y en cuanto a otros mecanismos alternativos funcionalmente equiparables al derecho de investigación anglosajón, estos se establecen en relación con el deber de comunicación establecido en el Derecho general de la sociedad anónima [FLORES, M<sup>a</sup> S., *Participaciones significativas en sociedades anónimas*, Madrid 1995, pp. 133-166].

(15) El art. 12.6 de la Propuesta de Directiva de Transparencia, en el texto aprobado el 12 de junio de 2013, declara: «A la recepción de la notificación contemplada en el apartado 1, pero antes de que transcurran dos días de mercado, el emisor hará pública toda la información contenida en la notificación».

(16) Art. 19.3 de la Directiva: «La información que debe notificarse al emisor de conformidad con los arts. 9, 10, 12 y 13 se presentará al mismo ante la autoridad competente del Estado miembro de origen».

instante en el que concurre el umbral de participación. En relación con esta última, el sujeto está obligado a comunicar al emisor, la situación resultante, en términos de derechos de voto, la cadena de empresas controladas a través de las cuales se ejercen efectivamente derechos de voto, la fecha en la que el umbral fue alcanzado o traspasado, la identidad del accionista, aun cuando éste no tenga derecho a ejercer derechos de voto (...) y de la persona física o jurídica con derecho a ejercer los derechos de voto en nombre de tal accionista) (artículo 12). Estos umbrales son los fijados en el artículo 9 de la Directiva de Transparencia: necesariamente, el 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% (artículo 9.1) o entre 1 dentro de cada grupo de los siguientes: el 30% o el de un tercio, el 75% o el de dos tercios (artículo 9.3). Y la información tiene una dimensión dinámica porque la comunicación ha de realizarse sucesivamente, es decir, en los posteriores cambios producidos en la participación. Esta doble perspectiva de la transparencia sobre las participaciones importantes se confirma con la inclusión sistemática de la obligación de comunicación por la Directiva dentro de la clase «información continua» (Capítulo III. Sección I. Artículo 9). Con lo que el cumplimiento de los deberes de comunicación por el partícipe significativo o importante proporcionará al emisor el conocimiento detallado y actualizado de la estructura del capital y el poder, así como la identidad de la persona (s) que puede o podría estar en condiciones de influir en el funcionamiento y destino de su empresa por situarse a partir de una proporción relevante en los derechos de votos correspondientes al total de las acciones<sup>(17)</sup>.

Junto a este conocimiento respecto de la estructura de la propiedad y del poder en la sociedad cotizada de la comunicación sobre participación importante, la observancia de la norma también cumple una función instrumental en el ámbito de la transparencia al mercado, a través de la difusión que proporcionarán la sociedad participada y la autoridad de supervisión. Así y en relación con la sociedad participada, la comunicación permitirá a los administradores de la sociedad cumplir con su deber de hacer pública la información de la comunicación al mercado (artículo 12.6). Y similar función instrumental cumplirá la comunicación de la participación importante a la autoridad nacional de supervisión (artículo 19.3), ya que la divulgación de la comunicación al mercado también se realizará por esta última.

Por lo tanto, la transparencia al mercado de la participación importante se realiza a través de la comunicación y de la publicidad de la información notificada. Y por esta razón, la información sobre la estructura accionarial se considera como elemento particularmente relevante en cuanto a las decisiones de inversión o desinversión<sup>(18)</sup>, así como de la debida información y transparencia a los mercados sobre participaciones

---

(17) El porcentaje del 5% es el umbral inicial de revelación en el año 2005, si bien se observa entre las sociedades incluidas en el «CBR Index que los países desarrollados y los países de la UE establecen reglas más estrictas para la revelación de la propiedad que los demás países de la muestra». (SCHOUTEN, M. y SIEMS, M., «The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», p. 19).

(18) Así, ALONSO, A.; GARCIMARTÍN, F.; PERDICES, A.; GÓMEZ-SANCHA, I., cuando declaran que: «Esta protección de los mercados y de los accionistas-inversores no sólo se proyecta en obligaciones de transparencia-información sobre (...), sino también sobre la estructura accionarial como un elemento particularmente relevante en cuanto a las decisiones de inversión o desinversión» («Transparencia accionarial y buen gobierno corporativo», p. 89).

relevantes (...) y de estas participaciones accionariales y la estructura o composición de los consejos de administración<sup>(19)</sup>. Desde el punto de vista de *lege ferenda* las reglas de revelación de la propiedad pueden servir para avanzar en la eficiencia del mercado y del gobierno corporativo. Esta observación es importante porque implica que la ley de los mercados de valores de los distintos países tienen motivaciones diferentes cuando fijan el nivel de revelación de la propiedad, «when setting the level of ownership disclosure». Esta variable, representada por el nivel de elaboración técnica de la normativa en cada país, ha permitido investigar la relación entre el rigor de las reglas de revelación de la propiedad y otras variables legales y económicas, con vistas a mejorar el futuro de estas reglas<sup>(20)</sup>.

## 2. Principales opciones del modelo armonizado de transparencia

### 2.1. Elevación de las normas de producción y aplicación comunitarias

Entre las características técnicas más sobresalientes de la disciplina instaurada en las participaciones importantes por la Propuesta aprobada mediante la Resolución del Parlamento Europeo, el 12 de junio de 2013, podemos afirmar, que el régimen, de carácter preferentemente nacional y fragmentario de la materia en la Directiva 2004/109/CE, se desplaza por una regulación, que intensifica su carácter supranacional y vinculante para los Estados miembros. Este carácter supranacional elevará la homogeneidad de las legislaciones entre los Estados miembros, mejorándose la calidad técnica de la regulación existente hasta ahora. La consecución de este objetivo podría alcanzarse con las líneas que configuran el deber de notificación. En primer lugar, por la regla general de armonización mixta, según la cual «El Estado miembro de origen no podrá someter a un accionista o a una persona física o jurídica (...) a requisitos más estrictos que los fijados en la presente Directiva salvo cuando: (...) se fijen umbrales de notificación más bajos que los establecidos en el artículo 9, apartado 1», así como «(...) se apliquen leyes, reglamentos o disposiciones administrativas adoptados en relación con ofertas públicas de adquisición, transacciones de fusión y otras transacciones que afectan a la propiedad o al control de las empresas» (artículo 3.1, segundo párrafo<sup>(21)</sup>). En

(19) *Vid. supra.*

(20) En el plano de la teoría aplicada, SCHOUTEN, M. y SIEMS, M., relacionan positivamente la ley sobre la divulgación de propiedad con otras medidas de protección de los accionistas. En particular, se observa una fuerte relación positiva entre las normas de divulgación de la propiedad y las variables que protegen a los accionistas minoritarios contra los accionistas mayoritarios. Tal vez, sorprendentemente, también existe una relación positiva entre las normas sobre información de propiedad y la propiedad muy extendida. Esto podría interpretarse como una confirmación de la ley y la literatura de las finanzas, pero no es así necesariamente. Después de todo, la política u otros factores que también podrían explicar por qué los países con propiedad de los accionistas dispersos tienen más probabilidades de dar un menor juego («The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», p. 10).

(21) Enmienda al art. 3, ap.1, segundo párrafo: «El Estado miembro de origen no podrá someter a un accionista o a una persona física o jurídica de las mencionadas en los arts. 10 y 13 a requisitos más estrictos que los fijados en la presente Directiva, salvo cuando: (a) fije umbrales de notificación más bajos que los establecidos en el art. 9, apartado; (b) se apliquen leyes, reglamentos o disposiciones administrati-

segundo lugar, por la mayor flexibilidad del ámbito objetivo incorporado al deber de informar sobre las participaciones importantes con la extensión de la disciplina, de un lado, a los «(...) instrumentos financieros (...)» referenciados a acciones «que vayan a emitirse» [artículo 13.1, letra a)]; de otro, a través de la analogía como recurso técnico para extender el deber de notificación a «los instrumentos financieros de efecto económico similar a los mencionados en la letra a), den o no derecho a liquidación física» [artículo 13.1, letra b)]. En tercer lugar, por el mayor rigor del régimen sancionador, conjuntamente con las potestades mínimas que habrán de reconocerse a las autoridades nacionales de supervisión (artículo 28 *quater*; coordinado con el artículo 28, párrafos 1 y 2). En cuarto lugar, por la uniformidad que significará la elaboración de reglas técnicas de regulación por la Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados en el desarrollo de los métodos de cálculo de los derechos de voto<sup>(22)</sup> (artículo 13, ap. 1 bis, tercer párrafo)<sup>(23)</sup>. En quinto lugar, con las «directrices dirigidas a las autoridades competentes (...), en relación con los tipos de medidas y sanciones administrativas y el nivel de las sanciones pecuniarias» (artículo 28 a 28 *quater*).

Desde la perspectiva global de la reforma financiera, el carácter supranacional del modelo seguido por la Propuesta de Directiva de Transparencia para el deber de notificación de las participaciones importantes, así como el mayor nivel de vinculación para los Estados miembros es coherente con los fundamentos generales que orientan el sistema de supervisión financiera y los más específicos del régimen sancionador de los servicios financieros. En este sentido, la revisión de la Directiva de Transparencia sigue los parámetros fijados por la Comunicación de la Comisión, COM (2010) 716 final, de 9 de diciembre de 2010, en orden a elevar el rigor del marco sancionador de los servicios financieros [Considerando (14)]. A este respecto, la Comunicación de la Comisión COM (2010) 716 final, señalaba la intención de «establecer un conjunto mínimo de criterios comunes sobre algunos aspectos esenciales de los regímenes sancionadores, que se adaptarían a las especificidades de los distintos sectores». Asimismo, dentro de las Directivas que ordenan los mercados de valores, la Directiva 2004/109/

---

vas adoptados en relación con ofertas públicas de adquisición, transacciones de fusión y otras transacciones que afectan a la propiedad o al control de las empresas, reguladas por las autoridades de supervisión designadas por los Estados miembros con arreglo al art. 4 de la Directiva 2004/25/CE».

(22) El significado y alcance de las reglas técnicas en el marco de las fuentes de producción y aplicación del Derecho comunitario pueden consultarse en FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «Las normas técnicas en el nuevo marco normativo de los mercados financieros» (The technical rules in the new regulatory framework for financial markets)». *RDMV* 10/2012, pp. 9-39. Versión electrónica, [http://eprints.ucm.es/est/index.php?action=show\\_detail\\_eprint;id=14698](http://eprints.ucm.es/est/index.php?action=show_detail_eprint;id=14698).

(23) Art. 13, apartado 1 bis, tercer párrafo: «La AEVM elaborará proyectos de normas técnicas de regulación para especificar: a) el método de cálculo del número de derechos de voto mencionado en el párrafo primero en el caso de los instrumentos financieros referenciados a una cesta de acciones o a un índice; b) los métodos de determinación del delta a los efectos del cálculo de los derechos de voto relacionados con instrumentos que no puedan someterse a liquidación física, como se requiere en el párrafo segundo. La AEVM presentará estos proyectos de normas técnicas de regulación a la Comisión a más tardar el 31 de diciembre de 2013.

Se delegan en la Comisión los poderes para adoptar las normas técnicas de regulación a que se refiere el segundo párrafo del presente apartado, de conformidad con los arts. 10 a 14 del Reglamento (UE) núm. 1095/2010».

CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado constituye una de las claves del funcionamiento de las Directivas de los Servicios Financieros (FSAP) y uno de los atractivos del Mercado único. En este sentido se manifiesta, que la regulación sobre la divulgación de propiedad se relaciona positivamente con otras medidas de protección de los accionistas, existiendo una estrecha independencia entre esta disciplina y las variables que protegen a los accionistas minoritarios contra los accionistas mayoritarios<sup>(24)</sup>. En cambio, se cuestiona la relación entre la variable de la divulgación de la participación importante y la variable de capitalización bursátil<sup>(25)</sup>.

## 2.2. La regla de revelación de la participación importante alcanzada por derivados financieros e instrumentos de efecto económico similar

La opción de la Propuesta de Directiva de transparencia aprobada en primera lectura por la Resolución legislativa, de 12 de junio de 2013, por la revelación de la participación importante alcanzada mediante derivados con acciones subyacentes de la empresa objetivo supone el abandono de la prohibición de la contratación de derivados con subyacentes de acciones<sup>(26)</sup>, al tiempo que significa la confianza del valor de la transparencia en la satisfacción del interés del conocimiento al emisor y de la autoridad de supervisión respecto de la identidad de la persona física o jurídica que ostenta una participación importante o significativa en una sociedad cuyos valores se cotizan en los mercados regulados<sup>(27)</sup>.

---

(24) Vid. CHEFFINS, B., *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford University Press, 2008. SCHOUTEN, M. y SIEMS, M., «The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», p. 28.

(25) Vid. El Informe del *Center for Business and Corporate Law*, «Against Mandatory Disclosure of Economic-only positions referenced to shares of European Issuers- Twenty Arguments against the CER Proposal» (CBC 0049/3/2010).

(26) El tratamiento del riesgo potencial del voto vacío en la adquisición de participación importante mediante derivados financieros referenciados a las acciones de la sociedad objetivo se consideró que podría evitarse mediante su prohibición, por contradecir uno de los principios fundamentales del Derecho de sociedades. En la evaluación de la Directiva, tanto el informe externo, Mazard, como el informe del CERS estimaron que la prohibición del voto vacío en el marco de la participación importante encontraría su fundamento en la contradicción que encierra el voto vacío, ya que su admisibilidad supondría permitir que la toma de decisiones empresariales sean adoptadas por quienes no asumen el riesgo económico. En este sentido, pues, la prohibición de la práctica del voto vacío sería la solución recomendable, como técnica para superar la contradicción entre el voto vacío y los principios básicos del Derecho de sociedades en el marco de la participación importante. Pero esta prohibición excedería del ámbito de competencia de la Directiva de Transparencia.

(27) En la aplicación de la Directiva de Transparencia se observó la inoperancia de las reglas de comunicación al emisor respecto de los derechos obtenidos a través de «instrumentos financieros referenciados a acciones». De este modo se resaltó, que la elección de la Directiva de Transparencia había estimulado la utilización de las estrategias de «propiedad oculta», «hidden ownership» y de «voto vacío» «empty voting». En esta misma línea, en el Informe de la Comisión sobre el Impacto de la Propuesta de Directiva se declara, que los problemas vinculados a la notificación de la participación importante «major holdings of voting rights» están relacionados con «(1) la posibilidad de propiedad oculta, (2) las divergen-

La posición del legislador comunitario es acertada, ya que la transparencia de la estructura de la propiedad y del control de la sociedad anónima cotizada es fundamental, porque afecta a todos los interesados en la sociedad. De una parte, al propio emisor, pues dicha información satisface su interés en conocer la identidad de las personas que están o podrían acceder a la propiedad o al control de la sociedad. De otra, a los administradores sociales ya que estos pueden cumplir con la obligación de difundir la información sobre participación importante al mercado. Y en cuanto a los inversores, porque la información respecto de la estructura de la propiedad y del control es una variable significativa en la determinación del valor de cotización de las acciones en el mercado, con la consiguiente evaluación por parte de los inversores respecto de su permanencia, su marcha o su entrada en el capital de la sociedad.

Pero las reglas de transparencia han de ser complementadas por un tratamiento en el ámbito de los principios y disposiciones que regulan la organización y el gobierno de las sociedades anónimas cotizadas; puesto que las estrategias de la propiedad oculta y del vaciamiento del voto realizadas a través de la contratación de derivados financieros referenciados a las acciones de la sociedad objetivo son una manifestación más del más amplio fenómeno de la disociación entre la asunción del riesgo económico y el poder empresarial en las sociedades cotizadas, por cuanto que las consecuencias adversas de las decisiones económicas adoptadas por el inversor, mediante la acumulación de los votos poseídos indirectamente a través de derivados sobre las acciones subyacentes son asumidas por el resto de los socios, en su condición de último titular de las acciones que sirven de referencia a los contratos de derivados financieros. Por ello y aunque la transparencia impuesta por la Directiva es una solución acertada, estas reglas deben complementarse y coordinarse con otros textos comunitarios. En este sentido, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) considera que la transparencia permitirá conocer el fenómeno del voto vacío, «empty voting», en sus múltiples negocios causales y manifestaciones (préstamos de acciones, derivados financieros, procedimiento del ejercicio del derecho de voto). Este conocimiento proporcionará la base para proceder a la regulación transversal de la figura de «empty voting» en el contexto de mejora de los Textos comunitarios sobre mercado de valores y de gobierno corporativo implicados. Entre ellos, la Directiva de OPA (2004/25/EC) y la Directiva de derechos de los accionistas (2007/36/EC).

En la consecución de la finalidad de la Directiva, de mejorar la transparencia de la estructura del capital y del poder en el marco de las sociedades cotizadas, el legislador reforma su modelo técnico seguido, de regla general de revelación (artículo 13.1), acompañada por un grupo de excepciones condicionadas [artículo 13.4, en relación con los artículos 9. (4), (5) y (6)].

La regla general de revelación de los instrumentos financieros se contempla en el artículo 13, en el que se establece una cláusula de remisión a la notificación de la par-

---

cia de las reglas de notificación en la Unión Europea (...) y potencialmente «empty voting», ya que si bien el poseedor de un «cash-settled derivative» no posee directamente los derechos de votos, potencialmente podría influir en el ejercicio de los derechos de voto vinculados a las acciones subyacentes», (Rapport from the Commission (...) Impact Assesment, [SEC (2011)1279 final/2, pp. 17-19]).

ticipación importante realizada mediante adquisición de acciones. En este sentido, el núm. 1 de la Directiva dice: «1. Los requisitos de notificación establecidos en el artículo 9 se aplicarán asimismo a toda persona física o jurídica que posea, directa o indirectamente: (a) Instrumentos financieros que, a su vencimiento, den al tenedor, en virtud de un acuerdo formal, el derecho incondicional a adquirir o la facultad discrecional de adquirir acciones ya emitidas o que vayan a emitirse que lleven aparejados derechos de voto, de un emisor cuyas acciones han sido admitidas a negociación en un mercado regulado (nueva redacción del artículo 13, ap. 1.a)»<sup>(28)</sup>. Y «b.) Instrumentos financieros que no se hayan incluido en la letra a), pero que estén referenciados a acciones mencionadas en dicha letra y que tengan un efecto económico similar a los instrumentos financieros mencionados en dicha letra a), den o no derecho a liquidación física». La decisión se inspira en las ideas propugnadas por la autoridad de supervisión financiera en el Reino Unido, la *Financial Service Act* e incorporadas desde el 1 de junio de 2009 en la regulación nacional contenida en las «Disclosure Rules and Transparency Rule», Capítulo V. «Vote holder and issuer notification rules»<sup>(29)</sup>.

En conexión con la innovación financiera producida en la *praxis* empresarial, la incorporación de los instrumentos financieros análogos en el ámbito de la disciplina se explica por el legislador en los siguientes términos: «La innovación financiera ha dado lugar a la creación de nuevos tipos de instrumentos financieros que dan a los inversores una participación económica en las empresas, cuya divulgación no ha sido prevista en la Directiva 2004/109/CE. Esos instrumentos pueden utilizarse para adquirir en secreto acciones en las empresas, lo que podría dar lugar a un abuso de mercado y transmitir una imagen falsa de la titularidad económica de empresas cotizadas. Para asegurar que los emisores y los inversores conozcan plenamente la estructura de la propiedad corporativa, la definición de instrumentos financieros de la citada Directiva debe abarcar todos los instrumentos de efecto económico similar a la tenencia de acciones y los derechos sobre acciones». [Considerando (8)].<sup>(30)</sup>

(28) La redacción del apartado letra a) modifica al texto del art. 13.1 de la DT, 2004/109/CE, mantenido por las sucesivas modificaciones y que ahora se restringe a los instrumentos financieros en los que la adquisición de las acciones subyacentes por parte del tenedor descansa en un «derecho incondicional» o en una «facultad discrecional».

(29) Las declaraciones contenidas en el Informe de Impacto de la Comisión a la Propuesta de Directiva, de 2011 se alinean a los argumentos sostenidos por el legislador en el Reino Unido y que ahora sirven para justificar la elección de la regla general de transparencia. Al respecto se declara: «La transparencia es esencial para la decisión de invertir y para la eficiencia del mercado. Existen huecos en la información vinculada a la laguna de divulgación de los derivados liquidados en efectivo que inciden en una posible ineficiencia del mecanismo de formación del precio, así como de situaciones potenciales de abuso de mercado y de voto vacío. Como resultado, el nivel de confianza del inversor es sub-óptimo y el interés de la compañía a largo plazo son malinterpretados. Algunos Estados miembros han reaccionado ante los riesgos descritos incrementando sus reglas de transparencia en relación con los derivados liquidados por diferencias (...). Pero el más bajo nivel de transparencia es también debido a la laguna de armonización máxima de las reglas para la notificación de la participación importante» (Rapport from the Commission (...) Impact Assessment, [SEC (2011)1279 final/2, p. 20]).

(30) En igual sentido el Informe del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Directiva de Transparencia «Ampliar la definición de los instrumentos financieros sujetos a notificación denota la preocupación por adaptar las normas a las innovaciones del mercado y, por consiguiente, de

En efecto, el recurso técnico a la analogía significa que el ámbito de la disciplina se extiende a los derivados liquidados en efectivo «cash-settled derivatives», tales como los «equity swaps» y los «CFD» en general, de conformidad con las reclamaciones realizadas entre los operadores económicos y en la literatura científica, en orden a evitar los riesgos de «potencial abuso» que conlleva la ocultación de la propiedad y la influencia de una empresa a través de derivados financieros liquidados en efectivo, de modo parecido a lo que sucedió en la década anterior con la celebración de Contratos liquidados por diferencias y «equity swaps» entre las empresas que sirvieron de referencia a los informes de evaluación (entre ellas, «Porsche vs Volkswagen», «Schaeffler vs Continental», «Laxey Partner vs Implenia», «FIAT»<sup>(31)</sup>). A estos puede añadirse el

seguir de cerca la evolución. Esta modificación sitúa la Directiva sobre la Transparencia en línea con las medidas ya adoptadas en el Reino Unido y Portugal y con las que están en preparación en otros países de la Unión europea y el resto del mundo. En Francia se lanzó una iniciativa legislativa en esta materia que resultó insuficiente. Si bien puede existir el recelo de que el mercado se vea «inundado» de información innecesaria, la experiencia de los países donde las normas exigen ya este tipo de notificación contradice ese recelo y son muchas las partes interesadas que sugieren que se tome nota de la experiencia del Reino Unido» INT/604, de 22 de febrero de 2012, núm. 1.5, p. 2.

(31) El recurso a las estrategias de «hidden ownership» y de «empty voting» adquirió una dimensión preocupante con los contratos de permuta financiera, cuyas diferencias se venían liquidando en efectivo, «cash-settled contracts for differences o cash-settled equity swaps».

La necesidad de contemplar en el deber de comunicación de las participaciones importantes las operaciones de instrumentos financieros que se habían utilizado para alcanzar ocultamente la participación en una empresa se advirtió por la Comisión en el año 2010 en su Informe sobre la Directiva de Transparencia, 2004/109/CE. Esta advertencia se realizó porque la situación de propiedad oculta, «hidden ownership», es decir, la combinación entre la propiedad económica no divulgada más un probable poder de voto informal se había producido en diferentes casos sin que la normativa de transparencia de las participaciones importantes hubiera funcionado. Por ello, en el mencionado informe se declaró la necesidad de ampliar la comunicación al emisor de los derechos de voto correspondientes a las acciones subyacentes a los contratos de derivados liquidados en efectivo con el fin de evitar el acceso oculto a la propiedad de la empresa objetivo «hidden ownership» que se venía produciendo en la práctica empresarial de varios países. Esta idea y su solución mediante la extensión objetiva de la comunicación a los derivados e instrumentos con efecto económico análogos se conserva en la PDT por considerar, que las reglas de la DT no han garantizado que emisor e inversor tengan conocimiento completo de la información relevante sobre participación importante en los derechos de voto, principalmente en lo que concierne a los contratos derivados financieros liquidados en efectivo, «cash-settled derivatives», y frecuentemente utilizado para «adquirir y ejercer una potencial influencia en una sociedad cotizada o construir secretamente una participación «stake» en dicha compañía evitando u omitiendo «bypassing» las exigencias de divulgación». Esta utilización de los derivados para adquirir ocultamente la propiedad «hidden ownership» tendría unas consecuencias muy negativas en los mercados de capital de Europa. De una parte, la posibilidad de situaciones de abuso de mercado asociada a la manipulación del precio para evitar la prima de la OPA, «Possibility of market abuse situations: Price manipulation to avoid a take-over premium», con el consiguiente daño al interés de la minoría de accionistas y de los eventuales competidores, de hacer una oferta alternativa. Este riesgo se explica en el Informe de impacto que se acompaña a la Propuesta de Directiva de la siguiente manera: «La contraparte «counterparty» en el contrato de derivado, el cual vende la exposición económica al precio de las acciones y pagará la diferencia del precio al poseedor «holder» del instrumento derivado, usualmente se cubrirá durante la vigencia del contrato con un número de acciones suficientes para pagar la diferencia del precio que tuviera que abonar al holder si el precio sube. Cuando el contrato expira, estas acciones necesitan venderse. Si el holder del derivado «cash-settled» desea adquirir estas acciones, el estará en una posición de privilegio para hacerlo. Por ello, aunque formalmente el holder no tiene el derecho a adquirir las acciones subyacentes, sería posible que el mismo la adquiriera en la práctica». De este modo, «el hol-

caso «Wendel vs San Gobain»<sup>(32)</sup>, objeto de la Resolución de la Autoridad francesa de Mercados Financieros de 13 de diciembre de 2010<sup>(33)</sup>. La sanción pecuniaria impuesta

der de un cash-settled derivative puede beneficiarse del efecto sorpresa, «the surprise effect», de adquirir una participación importante en una compañía sin tener que declarar su intención. Esto facilita al holder una operación de takeover y a un precio inferior. Por lo tanto, *si se permite construir una propiedad oculta «hidden ownership», sin la concurrencia de otros inversores, el precio de las acciones permanece estable, se elimina o reduce cualquier prima de OPA».*» (Rapport from the Commission (...) Impact Assessment, [SEC (2011)1279 final/2], subrayado incorporado en este texto).

De otra parte el voto voto vacío: control de hecho sobre de los derechos de voto, «empty voting: de facto control over the voting rights». El representado por la posibilidad de que los derechos de los accionistas se orienten en el interés de la parte en largo en el derivado «long-term interest» El control de hecho sobre los derechos de voto del poseedor de un derivado liquidado en efectivo «cash-settled», potencialmente podría influir en el ejercicio de los derechos de voto correspondientes a las acciones subyacentes. «La contraparte que posee físicamente las acciones con fines de cobertura «physical shares for hedging purposes», no tiene un interés real en las acciones subyacentes de la compañía y podría utilizar la estrategia del voto vacío, es decir, orientando el voto al poseedor del interés económico y adecuándolo a las instrucciones del poseedor de los votos «empty voting rights in a way which suits the holder of the economic interest by following the holder's voting instructions». La Inspección de la FSA, 07/20, de noviembre de 2007 sugirió que el poseedor de contratos por diferencias a veces concluye operaciones de cobertura con el fin de utilizar estrategias de influencia en los votos, «influence voting strategies». Incluso si la política general del banco de inversión es la de no votar con las acciones de acuerdo con los deseos del holders, en la práctica es posible que no se lleve a cabo (...), por lo que *la laguna de transparencia dificulta a las compañías de conocer no sólo a quienes son sus propietarios sino también de quien posee un potencial poder de voto significativo*, «potentially significant voting power». Aunque sólo en una pequeña minoría de supuestos, la contratación de derivados se ha realizado con la finalidad de «adquirir una influencia en el ejercicio de los derechos de votos», la extensión del modelo armonizado serviría para debilitar y desincentivar la práctica del voto vacío «empty voting» vinculada a este tipo de instrumentos financieros. (Rapport from the Commission (...) Impact Assessment, [SEC (2011)1279 final/2, pp. 19-20], subrayado incorporado en este texto).

(32) El caso Wendel vs San Gobain también se comprende entre los que se relacionaban en el Informe a la Propuesta de Directiva, como representativo de una situación de propiedad oculta y de voto vacío. *Vid.* Informe de la Comisión sobre el Impacto de la Propuesta de Directiva de Transparencia «Rapport from the Commission (...) Impact Assessment, [SEC (2011)1279 final/2, pp. 17-19]».

(33) En primer lugar, la Resolución de la AMF, de 13 de diciembre de 2010 consideró que, de conformidad el art. 223-6 del Reglamento general de la AMF la sociedad Wendel había infringido la obligación de informar al público de la operación financiera representada por la contratación de derivados, «Total Return Swaps» con el Banco alemán, con el fin de poder adquirir una participación significativa en el capital de la Sociedad Saint-Gobain. Esta información tuvo que haberse puesto en conocimiento público en las siguientes fechas límites: el 22 de diciembre de 2006 la relativa a los primeros contratos de Total Return Swaps concluidos con el Banco alemán; el 21 de junio de 2007, la relativa a los demás contratos de TRS, concluidos los establecimientos bancarios». En segundo lugar, la Sociedad Wendel también infringió el art. 223-2 del Reglamento general de la AMF al no poner en conocimiento del público la información privilegiada consistente en la contratación de varios derivados TRS por considerarse esta última una operación financiera con el fin de adquirir una participación importante en el capital de la sociedad Saint Gobain. La información tuvo que ser cumplida el 20 de agosto de 2007, como fecha límite y, en todo caso, antes de quedar sometida a la obligación de declarar la toma del 5% de participación; pues con la conclusión de los derivados, Wendel pudo alcanzar una participación del 24% en el capital social de Saint Gobain (Decisión de la AMF, núm. 2.1 y 2.2). En relación con este caso puede consultarse DOMPÉ, M<sup>a</sup> y MENNESSON, N., «Franchissement de seuils et abus de marché», *Ré. Dr. Bancaire et Financier*; núm. 2, marzo, Base de datos LEXTENSO (consulta del texto registrada, el 3 de junio de 2013)], así como la posterior Sentencia confirmatoria del Tribunal de Apelación de París ((31 de mayo

fue confirmada por la Sentencia confirmatoria del Tribunal de Apelación de París, de 31 de mayo de 2012, núm. 2011/05307. Este caso propició la incorporación de los derivados financieros liquidados en efectivo en la regulación del deber de comunicación de las participaciones importantes introducida por Ley núm. 2009-1255, el artículo 233-7 del Código de Comercio establece el deber de comunicación a la sociedad emisora y a la autoridad de mercados financieros, de la participación importante. A estos efectos, entre los criterios fijados para el cálculo de los umbrales de participación se dice, que el poseedor tendrá en cuenta los derechos de votos correspondientes a las acciones y opciones que ostente a través un derivado financiero o instrumento con efecto económico similar (artículo 233-7 Code Commerce –C.Co.–, en relación con el artículo L. 211-1 del Código Monetario y Financiero –CMF–).

El alcance del término instrumento financiero se establece en el artículo 13.1b) de la Propuesta de Directiva. De una parte, comprende los especificados en el párrafo primero y que son: «los valores mobiliarios y las opciones, los futuros, las permutas financieras, los contratos a plazo sobre tipos de interés, los contratos por diferencias [letras (a) a (f)]. De otra, «cualquier otro contrato o acuerdo de efectos económicos similares que pueda liquidarse mediante entrega física o en efectivo» [letra (g)]<sup>(34)</sup>. El

de 2012, núm. 2011/05307). También LE NAVASQUE, H., «Wendel/Saint Gobain: confirmation par la courd'appel de Paris de la decisión de sanction de l'AMF du 13 décembre 2010, *Rév. Sociétés*, octubre 2012, pp. 586-590).

(34) El significado del término contrato derivado se encuentra en la Directiva MiFID. Como es sabido, la Directiva MiFID se refiere a los instrumentos financieros y a los negocios que recaigan sobre los mismos. La definición de unos y otros se realiza mediante la lista contenida en las secciones A y C del Anexo I, en relación con el art. 4.1, número 17. El mercado de instrumentos financieros engloba una amplia y compleja gama de instrumentos [Considerando (2)]. A tales efectos, el término «Instrumento financiero», comprendido en la relación de definiciones del art. 4 de la MiFID (número 17) se remite a los instrumentos señalados en la Sección C del Anexo I. Junto a los valores negociables tradicionales (acciones y obligaciones) se comprenden los instrumentos del mercado monetario (letras del Tesoro, certificados de depósito y efectos comerciales) y las participaciones en instituciones de inversión colectiva. El legislador comunitario también considera instrumento financiero a determinados instrumentos derivados sobre materias primas y otros constituidos y negociados de un modo que plantea cuestiones de reglamentación comparables a las de los instrumentos financieros tradicionales [Considerando (4)]. Dentro de estos se incluyen una larga lista de instrumentos admitidos o no a negociación en mercados organizados.

Los instrumentos financieros se clasifican en instrumentos complejos y no complejos (art. 19.6 de la Directiva). Se consideran instrumentos no complejos: las acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o mercado equivalente en un tercer país, los instrumentos del mercado monetario, las obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excepto las que incluyan derivados) y aquéllos que cumplan determinados criterios relativos a sus precios, forma de contratación o liquidación, responsabilidad para el cliente, etc. [art. 38 de la Directiva de Nivel 2 (2006/73/CE), en relación con la Directiva MiFID de nivel 1 (2004/39/CE)]. En cambio, «tendrían en todo caso la condición de instrumentos financieros complejos las obligaciones y otras formas de deuda titulizada que incluyan derivados». La ausencia de una lista de productos complejos o de las características que han de concurrir en tal denominación impiden clarificar la diferencia entre un instrumento complejo y otro que no lo es. La cuestión es relevante, porque tal distinción condiciona la obligatoriedad o no de prestar servicios de inversión con la información previa del cliente. Por ello son las respectivas disposiciones nacionales de desarrollo de la Directiva las que solucionan los casos que se presentan en la práctica financiera.

Por consiguiente, quedan sometidos al ámbito de la Directiva, todos los negocios que versen sobre instrumentos financieros, cualquiera que sea la naturaleza de los mismos; entre ellos los contratos de op-

término contrato o acuerdo de efectos económicos similares apunta a un concepto funcional, de carácter abierto y evolutivo a la dinámica empresarial. Esta idea se confirma con las potestades reconocidas a la Autoridad Europea de Supervisión de Mercados y de Valores (ESMA) para «establecer y actualizar periódicamente una lista indicativa de los instrumentos financieros que estén sujetos a requisitos de notificación de conformidad con el apartado 1, teniendo en cuenta la evolución técnica de los mercados financieros» (artículo 13.4, segundo y tercer párrafo).

Esta concepción amplia y abierta de instrumento financiero no significa que todos los supuestos a través de los cuales las contrapartes en un negocio financiero puedan acceder o consolidar su influencia en la sociedad (o en el grupo) quedarían sometidos al deber de comunicación impuesto al accionista o a la persona que posee las acciones o ejerce los derechos de votos correspondientes a las acciones subyacentes en la proporción fijada por el umbral de participación importante dispuesto en el artículo 9.1. Esta conclusión es así, porque el perímetro de la notificación se determina con arreglo a unos criterios y condiciones variables. De una parte, con la formulación de la regla general en combinación con los supuestos exceptuados de la misma (artículo 13.1, en relación con el 9. (1), (4) y (6)]. De otra, con las condiciones variables fijadas para calcular el número de número de derechos de voto (artículo 13.1 *bis*<sup>(35)</sup>).

ciones, futuros, permutas y los acuerdos de tipos de interés. A título enunciativo, la Directiva extendería su ámbito de aplicación a los derivados con subyacente financiero, a través del cual el poseedor pudiera tener acceso potencial a la adquisición de las acciones subyacentes o al ejercicio de los derechos de votos correspondientes a las mencionadas acciones. Desde el punto de vista causal, el contrato derivado realizado en un mercado regulado coincidirá normalmente con el contrato de derivado, según se deduce de la lectura del art. 2(7) del Reglamento 648/2012 (CE) núm. 1287/2006, según la cual «el contrato OTC es aquél cuya ejecución no tiene lugar en un mercado regulado, con el significado formulado en el art. 4 (1) (14) de la Directiva 2004/34/39/CE o en el mercado considerado equivalente de un tercer país, de conformidad con el art. 19 (6) de la Directiva 2004/39/CE». Así, entre otros: (i) los contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en efectivo; (ii) los contratos de opciones, futuros, permutas («*swaps*»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato); (iii) los contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*) y otros contratos de derivados que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN; (iv) los contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 de la sección C y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía; (v) los instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito [anexo I, sección C, puntos 4 a 10, de la Directiva 2004/39/CE, tal como se aplican en virtud de los arts. 38 y 39 del Reglamento 648/2012 (CE) núm. 1287/2006].

(35) Art. 13 apartado 1 *bis*: «El número de derechos de voto se calculará por referencia a la cantidad teórica total de acciones subyacentes al instrumento financiero, *excepto en el caso de los instrumentos financieros a que se refiere el párrafo segundo*. Con este fin, el tenedor agregará y notificará todos los instrumentos financieros relacionados con el mismo emisor subyacente. Sólo las posiciones largas se tendrán en cuenta para el cálculo de los derechos de voto. Las posiciones largas no se compensarán con posiciones cortas relacionadas con el mismo emisor subyacente.

El cumplimiento del deber de información al emisor de los derechos de voto potenciales por parte del partícipe significativo también evitaría las prácticas de voto vacío «empty voting» ligados a la participación oculta por el derivado financiero. Sin embargo, la naturaleza plural de esta última figura y las implicaciones de su regulación en otros ámbitos del Derecho de sociedades explica que la regulación del «empty voting» a nivel comunitario ha de ser completada en los textos del Derecho de sociedades, ya mencionados, la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición. (2004/25/EC) y la Directiva relativa a los derechos de los accionistas (2007/36/EC).

### 2.3. La flexibilización del principio de armonización máxima para los deberes de comunicación a la sociedad emisora y a la autoridad de supervisión

La Directiva flexibiliza el principio de armonización máxima que se establecía inicialmente en la Propuesta de Directiva para la comunicación de la participación importante. En este sentido y tras la Resolución legislativa de 12 de junio de 2013, el tenor del artículo 3.1, segundo párrafo, es el siguiente: «El Estado miembro de origen no podrá someter a un accionista o a una persona física o jurídica de las mencionadas en los artículos 10 y 13 a requisitos más estrictos que los fijados en la presente Directiva, salvo cuando»: «(a) se fijen umbrales de notificación más bajos que los establecidos en el artículo 9, apartado 1»; «(b) se apliquen leyes, reglamentos o disposiciones administrativas adoptados en relación con ofertas públicas de adquisición, transacciones de fusión y otras transacciones que afectan a la propiedad o al control de las empresas, reguladas por las autoridades de supervisión designadas por los Estados miembros con arreglo al artículo 4 de la Directiva 2004/25(CE)». Esta elección de la Directiva supone una transacción entre el abandono del principio de armonización mínima adoptado en la Directiva 2004/109/CE, por ser la causa del bajo nivel de transparencia y de la fragmentación de las disciplinas nacionales y la adopción del principio de armonización máxima contemplado en la Propuesta de modificación de la Directiva, de 2011<sup>(36)</sup>.

Entre las razones que han llevado al legislador comunitario a rebajar el nivel de armonización máxima y por lo que concierne a la fijación de umbrales más bajos del

---

*En el caso de instrumentos que no puedan someterse a liquidación física, el número de derechos de voto se calculará mediante un ajuste de delta. Por tanto, las acciones subyacentes referenciadas en el instrumento financiero se calcularán en la proporción que sea igual al delta del instrumento en cualquier momento» (Texto aprobado en primera lectura por la Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 12 de junio de 2013).*

(36) El principio de armonización mínima establecido en la Directiva para la notificación de las participaciones importantes ha multiplicado las soluciones en las legislaciones nacionales. Entre sus efectos, la Comisión cita dos grupos de problemas. De una parte, los inconvenientes provocados por la fragmentación del mercado interior de servicios financieros y la dificultad que el cumplimiento de los deberes de comunicación supone para los inversores transfronterizos. De otra parte, el problema de incremento del riesgo del arbitraje regulatorio entre los Estados miembros. Entre los datos proporcionados por la Comisión sobresalen los relativos al elevado coste que supone el cumplimiento del deber de comunicación, con 27 sistemas en Europa más los aproximadamente 60 sistemas internacionales. Asimismo, las diferencias normativas incrementan el riesgo del arbitraje regulatorio (Rapport from the Commission (...) Impact Assessment, [SEC (2011)1279 final/2, pp. 20-21]).

mínimo del 5% que se establece en el artículo 9.1, se argumenta la conveniencia de atender «(...) las diferencias en la concentración de la propiedad en la Unión y en las diferencias en las legislaciones sobre sociedades vigentes en la Unión (...), se debe seguir permitiendo a los Estados miembros establezcan tanto umbrales más bajos como umbrales adicionales para la notificación en las participaciones en los derechos de voto y que requieran notificaciones equivalentes respecto de los umbrales basados en el capital» [Considerando (10), primer párrafo].

La competencia regulatoria que pudiera derivarse de la aplicación desigual del modelo de armonización mixta se advierte como socialmente beneficioso desde la óptica de la eficiencia del mercado y del gobierno corporativo. En este sentido se señalaba, que la rapidez con la que el Reino Unido ha ampliado sus normas de divulgación sugiere que la promoción de la competencia reglamentaria podría ser un enfoque fructífero. De hecho, su respuesta rápida puede ser vista como un ejemplo de la manifestación de «una adaptación eficaz de la evolución de los sistemas a las condiciones cambiantes del medio ambiente», facilitado por una Directiva que establece las condiciones para la diversidad local y por lo tanto permite la búsqueda y el aprendizaje de procesos.

### 3. Marco sancionador. Publicación de las sanciones y Recurso

La reforma de la Directiva de Transparencia, aprobada por la Resolución legislativa del Parlamento Europeo, el 12 de junio de 2013, modifica el marco sancionador dispuesto en la primitiva Directiva 2004/109/CE, incorporando algunas de las orientaciones tendentes a superar los problemas apreciados con la aplicación de la Directiva, así como las propuestas por la Comunicación de la Comisión, sobre «Regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de servicios financieros», de 9 de diciembre de 2010.

El cuadro de infracciones y de sanciones contemplado en la Directiva de Transparencia de 2013 se integra por disposiciones de naturaleza mixta, tanto en las fuentes de producción como en su aplicación. En ambos casos, la Directiva distingue entre normas comunitarias y nacionales, tanto de carácter imperativo como de carácter facultativo (Capítulo VI *bis*, artículos 28, 28 *bis* y 28 *quater*). El marco sancionador se complementa con la posible publicación de la decisión sancionadora y la remisión a la legislación nacional del régimen del recurso a la decisión sancionadora (artículo 28*ter*).

#### 3.1. Cuadro de infracciones y de sanciones

El incumplimiento de la notificación dentro del plazo y la no publicación de la información comunicada constituyen el número mínimo de infracciones que la Directiva exige contemplar en las legislaciones nacionales en el artículo 28 *ter*, en el que se declara, «se aplicará como mínimo a las infracciones siguientes: (...) b) cuando una persona física o jurídica no notifique, dentro del plazo fijado, la adquisición o la ce-

sión de una participación importante de conformidad con las disposiciones nacionales adoptadas en aplicación de los artículos 9, 10 –notificación–, 12 –procedimiento notificación, difusión–, 13 y 13 *bis*» –participación importante adquirida mediante derivados financieros e instrumentos análogos–.

Dentro de los parámetros establecidos en la Propuesta de Directiva de Transparencia, las sanciones a las posibles infracciones se regularán en las respectivas legislaciones nacionales. Entre los requerimientos de la Directiva de Transparencia está, el que la legislación nacional establecerá, necesariamente, «(...) normas sobre las sanciones y medidas administrativas aplicables a las infracciones de las disposiciones nacionales adoptadas para dar cumplimiento a la presente Directiva» (artículo 28.1<sup>(37)</sup>). Según se desprende de los tipos de sanciones, el legislador comunitario distingue entre sanciones de carácter administrativo (declaración pública, requerimiento, sanción pecuniaria administrativa al sujeto responsable (s) –artículo 28 *bis*. 2 y 2 *bis*<sup>(38)</sup>–) y sanciones de carácter privado (suspensión de los derechos de votos vinculados a las acciones por las que se ha infringido el deber– artículo 28 *bis*.2 c<sup>(39)</sup>). Las sanciones administrativas tienen carácter de «mínimo» (artículo 28 *bis*. 2).

Las sanciones que, facultativamente pueden establecer los Estados miembros, se relacionan también con tipos heterogéneos. En este sentido la Directiva de Transparencia autoriza a que los Estados miembros puedan contemplar en su respectiva legislación: «sanciones penales» (artículo 28 ap. 1), sobre las que guarda silencio el legislador comunitario, de conformidad con la exclusión que orienta la Comunicación de la Comisión, de 9 de diciembre de 2010, sobre regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de servicios financieros. Los Estados miembros también podrán disponer en su legislación otras «sanciones o medidas adicionales» a las contempladas en la Propuesta de Directiva de Transparencia o, dentro de las previstas en esta última,

(37) Art. 28, ap. 1: «1. Sin perjuicio de las facultades de las autoridades competentes de conformidad con el art. 24 y del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales, los Estados miembros dispondrán que sus autoridades competentes respectivas puedan imponer sanciones y medidas administrativas adecuadas en caso de incumplimiento de las disposiciones nacionales adoptadas para dar cumplimiento a lo previsto en la presente Directiva. Y tomarán las medidas necesarias para garantizar su aplicación. Todas las sanciones y medidas serán efectivas, proporcionadas y disuasorias».

(38) Art. 28*bis*, 2 y 2 *bis*: «(...), entre las sanciones y medidas administrativas aplicables se cuentan como mínimo las siguientes: (a) una declaración pública en la que se indiquen la persona física o jurídica responsable y la naturaleza de la infracción, de conformidad con el art. 28 *ter*– publicación–; (b) un requerimiento dirigido a la persona física o jurídica responsable para que ponga fin a su conducta y se abstenga de repetirla; (d) si se trata de una persona jurídica, sanciones pecuniarias administrativas de hasta el 10% de su volumen de negocios anual total en el ejercicio anterior; (e) si se trata de una persona física, sanciones pecuniarias administrativas de hasta 5 000 000 EUR (...)».

(39) Art. 28 *bis* 2 c: «en el caso de las infracciones más graves y de aquéllas no causadas por negligencia, la facultad para suspender el ejercicio de los derechos de voto vinculados a acciones admitidas a negociación en un mercado regulado si la autoridad competente comprueba que las disposiciones de la presente Directiva, por lo que respecta a la notificación de las participaciones importantes, han sido infringidas por el tenedor de acciones u otros instrumentos financieros, o por una persona física o jurídica con arreglo a lo mencionado en los arts. 10 o 13, en la medida en que dichos derechos de voto rebasen los umbrales de notificación».

la posibilidad de fijar «niveles más elevados de sanciones pecuniarias administrativas dispuestas en la Directiva» (artículo 28 *bis* 2 *bis*<sup>(40)</sup>). El argumento común invocado para todas estas previsiones es el de la necesidad de fijar sanciones suficientemente disuasorias para respaldar unos mercados limpios y transparentes» [Considerando (14)].

### 3.2. Criterios ordenadores en la aplicación del régimen sancionador

Entre las reglas generales para la aplicación del régimen sancionador por parte de los estados miembros, la Directiva impone a los Estados miembros que reconozcan a sus respectivas autoridades de supervisión nacional las potestades adecuadas para aplicar el régimen sancionador (artículo 28). Dentro de estas últimas se comprenden las facultades para imponer las sanciones contempladas la Directiva, en nuestro caso, las dispuestas para la infracción de la notificación y difusión (requerimiento, multa pecuniaria, suspensión de derechos), así como la posibilidad de investigar supuestas infracciones.

En el ejercicio de las potestades sancionadoras e investigadoras, la autoridad competente nacional «cooperará estrechamente con las demás autoridades para garantizar que las sanciones o medidas ofrezcan los resultados deseados y coordinarán su actuación cuando se trate de casos transfronterizos». Asimismo, el fortalecimiento de las potestades sancionadoras y de supervisión dispuestas en la Propuesta de Directiva de Transparencia están coordinadas con el nueva estructura de supervisión financiera en Europa, de la que se hizo eco la Comunicación de la Comisión de 9 de diciembre de 2010 sobre «Regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de servicios financieros» y, posteriormente se contiene entre las consideraciones que preceden a la parte dispositiva de la Directiva de Transparencia, cuando se declara, que las «(...) facultades sancionadoras de las autoridades competentes deben incrementarse y cumplir determinados requisitos esenciales (...). En concreto, los Estados miembros deben garantizar que las sanciones y las medidas administrativas que puedan aplicarse comprendan la posibilidad de imponer sanciones pecuniarias lo suficientemente elevadas para resultar disuasorias (...) y contemplar la suspensión o la posibilidad de suspender el ejercicio de los derechos de voto de los tenedores de acciones e instrumentos financieros que no cumplan los requisitos de notificación (...). Los Estados miembros pueden contemplar sanciones o medidas adicionales y niveles de sanciones pecuniarias administrativas superiores a los que se prevén en la presente Directiva, habida cuenta de la necesidad de sanciones suficientemente disuasorias para respaldar unos mercados limpios y transparentes» [Considerando (14)].

Los criterios para la gradación de las sanciones se adecuarán por las directrices emitidas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Estas directrices se refieren al principio de eficacia; el cual constituye el referente implícito a los criterios fijados en el artículo 28 *quater* de la Propuesta de Directiva de Transparencia, en el que se

---

(40) Art. 28 2 *bis*: «Los Estados miembros podrán prever sanciones o medidas adicionales y niveles más elevados de sanciones pecuniarias administrativas que los previstos en la presente Directiva».

combinan los distintos aspectos que conforman el supuesto de hecho que subyace a toda infracción: acto lesivo, el resultado derivado de la infracción y el responsable de la infracción. Así y por lo que se refiere al acto lesivo determinante de la infracción, el tipo y el nivel de la sanción dependerá de «(a) la gravedad y duración de la infracción, (d) la importancia de los beneficios obtenidos o las pérdidas evitadas por la persona física o jurídica responsable, en la medida en que puedan determinarse y (e) las pérdidas causadas a terceros por la infracción, en la medida en que puedan determinarse»; el contenido de la sanción dependerá de las siguientes condiciones: «(b) el grado de responsabilidad de la persona física o jurídica responsable, (f) el nivel de cooperación de la persona física o jurídica responsable con la autoridad competente y (g) las infracciones anteriores de la persona física o jurídica responsable».

### 3.3. Publicación de las sanciones y recurso

La aplicación de la publicación de la decisión sancionadora se impone a los Estados miembros por la Directiva, en relación con el tipo, la naturaleza y la identidad del responsable (s). Ahora bien, la aplicación de la publicación deberá evaluarse por parte de la autoridad nacional competente, con arreglo a las condiciones fijadas en el artículo 28 *ter* de la Propuesta de Directiva de Transparencia.

La regla general de publicidad se establece en el número 1, que dice: «Los Estados miembros velarán porque toda sanción o medida que las autoridades competentes impongan por el incumplimiento de las disposiciones nacionales adoptadas para cumplir lo dispuesto en la presente Directiva se publique sin demora injustificada, en particular la información sobre el tipo y la naturaleza del incumplimiento, (...)». Con esta disposición, el legislador persigue la eficacia de las obligaciones impuestas por la Directiva. En este sentido se manifiesta, que «A fin de garantizar que las decisiones por las que se impongan medidas o sanciones administrativas tengan un efecto disuasorio para la población en general, normalmente deben hacerse públicas. La publicación de las decisiones es también una herramienta importante para informar a los participantes en el mercado de la conducta que se considera que contraviene la presente Directiva y para promover, en un sentido más amplio, una conducta adecuada entre los participantes en el mercado» [Considerando (14 *bis*)].

La aplicación de la publicidad podrá omitirse cuando dicha publicación «no fuera conforme a la legislación nacional en vigor o pusiera en grave peligro investigaciones oficiales en curso» (artículo 28 *ter*<sup>(41)</sup>). En estos casos y de conformidad con la

---

(41) El texto incorporado al art. 28 *ter* de la Propuesta de Directiva, aprobada por la Resolución Legislativa de 12 de junio de 2013, suaviza el tenor de su precedente, art. 29.1 párrafo segundo y que decía: «No obstante, las autoridades competentes podrán aplazar la publicación de una decisión o podrán publicarla con carácter anónimo, de manera conforme con la legislación nacional, cuando concurra alguna de las circunstancias siguientes: (a) cuando, en caso de que la sanción se imponga a una persona física, de una evaluación previa obligatoria de la proporcionalidad de la publicación de los datos personales resulta que dicha publicación es desproporcionada; (b) cuando la publicación pudiera poner en grave riesgo la estabilidad del sistema financiero o una investigación oficial en curso; (c) cuando la publicación pudiera

Exposición de motivos, el legislador comunitario entiende, que si «la publicación de una decisión pusiera en grave peligro la estabilidad del sistema financiero (...), en la medida en que pueda valorarse, graves y desproporcionados perjuicios a las entidades o individuos implicados o, en caso de sanción impuesta a una persona física, si una evaluación previa obligatoria señalara que la publicación de datos personales resulta desproporcionada». [Considerando (14 bis)].

El posible recurso a la decisión sancionadora queda al margen de la Propuesta de Directiva de Transparencia, omitiéndose la necesidad de que dicho recurso se mencione en la publicación de la resolución sancionadora, tal y como se establecía en la redacción del artículo 29.2<sup>(42)</sup> de la Propuesta de Directiva, con anterioridad a la Resolución legislativa, de 12 de junio de 2013.

### III. CONCLUSIÓN

La Resolución del Parlamento Europeo aprobada el 12 de junio de 2013, por la que se aprueba en primera lectura la Propuesta para la modificación de la Directiva de Transparencia 2004/109/CE, avanza en el régimen de revelación de las participaciones importantes dirigido a conocer la estructura de la propiedad y del control de las sociedades cuyos valores están admitidos a cotización en un mercado regulado. Este avance implica una mejora técnica del modelo anterior, porque el mayor nivel de la transparencia sobre la estructura de la propiedad y del control de la sociedad anónima cotizada beneficiará a todos los interesados en la sociedad, de acuerdo con la naturaleza de principio fundamental de la transparencia en el mercado. De una parte, al propio emisor, pues dicha información satisface su interés en conocer la identidad de las personas que están o podrían acceder a la propiedad o al control de la sociedad. De otra, a los administradores sociales ya que estos pueden cumplir con la obligación de difundir la información sobre participación importante al mercado. Y en cuanto a los inversores, porque la información respecto de la estructura de la propiedad y del control es una variable significativa en la determinación del valor de cotización de las acciones en el mercado, con la consiguiente evaluación por parte de los inversores respecto de su permanencia, su marcha o su entrada en el capital de la sociedad.

La disciplina de la transparencia sobre la participación importante tiene que ser complementada por un tratamiento en el ámbito de los principios y disposiciones que regulan la organización y el gobierno de las sociedades anónimas, así como su desenvolvimiento en los mercados de valores; fundamentalmente en la reforma de las Directivas de OPA (2004/25/EC) y de derechos de los accionistas (2007/36/EC). Esta reforma es inevitable; puesto que las estrategias de la propiedad oculta y del vacia-

---

causar un daño desproporcionado y grave a las entidades o personas físicas implicadas, en la medida en que se pueda determinar el daño».

(42) Art. 29.2 DT: «En caso de que se interponga un recurso contra la decisión publicada en virtud del apartado 1, la autoridad competente estará obligada o bien a incluir esta información en la publicación, en el momento de la publicación o bien a modificar la publicación si el recurso se interpone con posterioridad a la publicación inicial».

miento del voto realizadas a través de la contratación de derivados financieros referenciados a las acciones de la sociedad objetivo son una de las manifestaciones del más amplio fenómeno de la disociación entre la asunción del riesgo económico y el poder empresarial en las sociedades cotizadas, por cuanto que las consecuencias adversas de las decisiones económicas adoptadas por el inversor, mediante la acumulación de los votos poseídos indirectamente a través de derivados sobre las acciones subyacentes son asumidas por el resto de los socios, en su condición de último titular de las acciones que sirven de referencia a los contratos de derivados financieros. Por ello y aunque la transparencia impuesta por la Directiva permitirá ampliar el conocimiento del fenómeno del voto vacío, «empty voting», en sus múltiples negocios causales y manifestaciones (préstamos de acciones, derivados financieros, procedimiento del ejercicio del derecho de voto), este mejor conocimiento proporcionará la base para proceder a la regulación transversal de la figura de «empty voting» en el contexto de mejora de los Textos comunitarios, relacionados con el ejercicio de los derechos de los accionistas y el régimen de la oferta pública de adquisición de acciones.

#### IV. BIBLIOGRAFÍA Y DOCUMENTACIÓN

- AA.VV., *Estudios jurídicos sobre los derivados financieros* (ALONSO LEDESMA, C. y ALONSO UREBA, A., dirs.), Madrid 2013.
- «Transparencia accionarial y buen gobierno corporativo», (ALONSO UREBA, A.; GARCIMARTÍN, F.; PERDICES, A.; GÓMEZ-SANCHA, I.), *Centro de Gobierno Corporativo*, 2010, pp. 7-98.
  - «Equity derivatives. Documenting and understanding equity derivative products», Ed. *Globe Law and business*, London 2009.
- BEBCHUK, L.; HAMDANI, A., «The elusive quest for global governance standards», *University of Pennsylvania Law Review*, working paper, núm. 4/2009, pp. 1-53.
- BECHT, M., «European Corporate Governance Network Executive Report» *Strong Block holders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, 1997, pp. 33-90.
- BLACK, B. y HU, H., «Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable), Ownership», *Journal of Corporate Finance*, vol. 13/2007, pp. 343-367.
- BONNEAU, T., «Les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF», *Bull. Joly Bourse*, núm. 4, 1 abril/2011, pp. 257 y ss.
- CASTRO APARICIO, M., «La transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva de mercados de instrumentos financieros», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21/2007, pp. 51 y ss.
- CHEFFINS, B., *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford University Press, 2008.
- DÍAZ RUIZ, E., «La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID», *RDMV* núm. 2/2008, pp. 137-151.
- «Sistemas de negociación de instrumentos financieros en el mercado español», *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 98/2010, pp. 75-97.

- DOMPÉ, M<sup>a</sup> y MENNESSON, N., «Franchissement de seuils et abus de marché», *Ré. Dr. Bancaire et Financier*, núm. 2, marzo, Base de datos *LEXTENSO* (consulta del texto registrada, el 3 de junio de 2013).
- FLORES DOÑA, M<sup>a</sup> S., «La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados», Capítulo XXVI, de la obra *Aspectos jurídicos de los derivados financieros* (ALONSO, A.; ALONSO, C., dirs.), Madrid 2013.
- «Transparencia sobre los derivados extrabursátiles «»Transparency on OTC derivatives», *RDBB* 129/2013, enero. Versión electrónica en <http://www.ucm.es/centros/webs/d321/index.php?tp=Publicaciones&a=publi&d=12758.php>.
  - «Las normas técnicas en el nuevo marco normativo de los mercados financieros (Technical rules in the new regulatory framework for financial markets)». *RDMV* 10/2012, pp. 9-39. Versión electrónica, [http://eprints.ucm.es/est/index.php?action=show\\_detail\\_eprint;id=14698](http://eprints.ucm.es/est/index.php?action=show_detail_eprint;id=14698).
  - «El modelo armonizado de publicidad en el *Sitio Internet* de las autoridades supervisoras de los mercados de valores», *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal*. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde, Madrid 2007, t. II, pp. 563-600.
  - «Contenido y efectos del concepto de participación significativa», *RdS* núm. 22/2002, pp. 55-85.
  - «Participaciones significativas en sociedades anónimas», Mac-Graw Hill, Madrid, 1995.
- HOPT, K., «American Corporate Governance índices as seen from a European perspective», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 158:27/2009, pp. 27-38.
- HU, H. y BLACK, B., «Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms», *The Business Lawyer* 2006, pp. 1011 y ss.
- «The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership», Reprinted from *Southern California Law Review*, vol. 79/2006, may, number 4, pp. 811 y ss.
- LELE, P.; SIEMS, M., «Shareholder protection: a lexicometric approach», *Working paper*, núm. 324, *Centre for Business Research*, University of Cambridge 2006, pp. 1-46.
- MUÑOZ, A., «La participación de los bancos en la contratación y gestión de derivados financieros referenciados a acciones», 2011, texto original cedido por autora, pp. 99-112.
- LE NAVASQUE, H., «Wendel/Saint Gobain: confirmation par la courd' appel de Paris de la decisión de sanction de l' AMF du 13 décembre 2010», *Rév. Sociétés*, octubre 2012, pp. 586-590
- PELTIER, F.; MAISON BLANCHE, C., «Déclaration de franchissement de seuils. La solution française en matière de transparence sur detention de contrats financiers dérivés», *JCP* 2008, pp. 1509 y ss.
- SCHOUTEN, M., «The Case for Mandatory Ownership Disclosure», *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 15/2010, pp. 127-182.
- SHOUTEN, M. & SIEMS, M., «The evolution of ownership disclosure rules across countries», *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 10/2010, pp. 451-483.
- SIEMS, M., «Convergence in Corporate Governance: a lexicometric approach», *The Journal of Corporation Law*, vol. 35:4/2009, pp. 729-756.
- URÍA FERNÁNDEZ, F., «Ambito de aplicación de la MiFID. Especial consideración de los servicios de inversión. Distinción entre asesoramiento de inversiones, comercialización y sólo ejecución», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21/2007, pp. 121 y ss.
- ZUNZUNEGUI, F. (2005), *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid.

## Documentos

- AEB [Asociación Española de Banca]: «Response to the CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares», marzo 2010.
- BECHT, M., «European Corporate Governance Network Executive Report» *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, 1997.
- CBC (Center for Business and Corporate Law): «Against Mandatory Disclosure of Economic-only positions referenced to shares of European Issuers– Twenty Arguments against the CER Proposal», CBC 0049/3/2010, marzo.
- CERS: «Proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares», CERS/09-1215b.
- CES: «Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2004/09/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y la Directiva 2007/14/CE de la Comisión». INT/604, de 22 de febrero 2012.
- FSA [Financial Service Authority]: «Disclosure of Contracts for Difference and draft» Handbook text, 7, noviembre 2009.
- MAZARS: «Transparency Directive Assessment Report» [http://www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm). También en <http://www.mazars.com> (Informe Mazars), 2009.
- Report from the Commission Staff working paper impact SEC (2011)1279 final/2, Brussels, 3 de febrero de 2012 (Impacto de la Propuesta de Directiva de Transparencia [COM (2011) 683 final, de 25 de octubre de 2011]).

## Proyecto de investigación

- ¿Hacia un sistema financiero de nuevo cuño?: análisis crítico de las soluciones implementadas en otros ordenamientos y propuestas de modificaciones legales en Europa y en España». Inv. Principal: C. Alonso [DER 2011-28265 del Departamento de Investigación y Gestión del Plan Nacional de I+D+i del Ministerio de Ciencia e Innovación].



# LA DECLARACIÓN DE CLÁUSULA ABUSIVA DE INTERESES MORATORIOS EN EL PROCEDIMIENTO MONITORIO. SU IMPACTO EN EL SECTOR BANCARIO <sup>(\*)</sup>

ROSALÍA ESTUPIÑÁN CÁCERES  
*Profesora de Derecho Mercantil  
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*

## RESUMEN

*Este trabajo analiza las consecuencias reales que la Directiva sobre cláusulas abusivas y la doctrina emanada del Tribunal de Justicia de la Unión Europea suponen para el procedimiento monitorio español y para la cláusula contractual de intereses moratorios declarada abusiva, consecuencias estas que claramente implican una auténtica convulsión en nuestro Ordenamiento Jurídico nacional y están poniendo y pondrán en jaque, por cuanto argumentaremos, al sistema financiero español.*

**Palabras clave:** cláusulas abusivas, intereses moratorios, procedimiento monitorio, consumidores.

## ABSTRACT

*This paper analyzes the actual impact that the Directive on unfair terms and doctrine developed by the Court of Justice of the European Union pose for Spanish and payment procedure for contractual default interest clause declared unfair, consequences these clearly imply a real upheaval in our national legal system and putting and put in check, because we will argue, the Spanish financial system.*

**Key words:** unfair contractual clause, late payment, payment procedure, consumers.

---

## SUMARIO

- I. CONSIDERACIONES PREVIAS Y PLANTEAMIENTO DE UNA PROBLEMÁTICA PARTICULARMENTE FRECUENTE EN EL SECTOR BANCARIO.
- II. MARCO JURÍDICO COMUNITARIO Y NACIONAL EN MATERIA DE INTERESES MORATORIOS Y PROCEDIMIENTO MONITORIO.
  1. **La Directiva sobre cláusulas abusivas.**
  2. **El Texto Refundido de la Ley General de Defensa de Consumidores y Usuarios y el Código Civil.**
  3. **El proceso monitorio en la Ley de Enjuiciamiento Civil.**

---

(\*) Este trabajo fue remitido a la RDBB el 16 de septiembre de 2013 y aceptado para su publicación el 4 de octubre de 2013.

4. **Primacía del Ordenamiento Comunitario en caso de conflicto con el Ordenamiento nacional. Relevancia de los principios generales del Derecho en el ámbito comunitario.**
  - III. JURISPRUDENCIA COMUNITARIA RELATIVA A LOS DEBERES DEL ÓRGANO JUDICIAL DE VERIFICAR DE OFICIO EL CARÁCTER ABUSIVO DE UNA CLÁUSULA CONTRATUAL DETECTADA Y DE DECLARAR SU NULIDAD.
  - IV. EL ASUNTO C-618/10 DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LA UNIÓN EUROPEA Y SUS TRASCENDENTES EFECTOS.
    1. **El asunto C-618/10 del TJUE.**
      - 1.1. El caso origen de la cuestión prejudicial.
      - 1.2. El fallo y los principales razonamientos jurídicos del TJUE.
    2. **Análisis de los efectos y consecuencias concretas que derivan de la STJUE de 14 de junio de 2012.**
      - 2.1. Efecto en el procedimiento monitorio.
      - 2.2. Consecuencia jurídica de la declaración de abusiva de la cláusula de intereses moratorios.
        - A. La prohibición judicial de moderar la cláusula declarada abusiva.
        - B. La inaplicación del artículo 1108 del Código Civil.
    3. **Impacto de los efectos de la Sentencia del TJUE en el sector financiero.**
  - V. APLICACIÓN POR NUESTROS ÓRGANOS JUDICIALES DE LA DIRECTIVA 93/13/CEE EN LOS EXTREMOS INTERPRETADOS POR LA STJUE DE 14 DE JUNIO DE 2012.
    1. **Tratamiento anterior y posterior.**
    2. **La necesidad de unificar doctrina.**
  - VI. CONCLUSIONES.
  - BIBLIOGRAFÍA.
- 

## I. CONSIDERACIONES PREVIAS Y PLANTEAMIENTO DE UNA PROBLEMÁTICA PARTICULARMENTE FRECUENTE EN EL SECTOR BANCARIO.

Sabido es que fundamentalmente las entidades financieras al suscribir con sus clientes, normalmente consumidores, diferentes contratos, incluyen cláusulas sobre el pago de intereses en caso de demora<sup>(1)</sup>, cláusulas que no suelen negociar y cuyo importe suele ser elevado. También que en el supuesto de que se produzca dicho im-

---

(1) Sobre la distinta naturaleza de los intereses remuneratorios y moratorios ver, entre otros el Auto de la AP de Barcelona (Sección Cuarta) de 8 de junio de 2012, Fundamento de Derecho Cuarto y los que éste cita.

pago, acuden frecuentemente al procedimiento monitorio como vía para satisfacer su derecho de crédito. La problemática que se suscita estriba justamente en determinar, si resulta acorde o compatible con la normativa comunitaria el que, en el marco específico de un procedimiento monitorio, no pueda un Juez, aunque disponga de todos los elementos para ello, declarar abusiva la cláusula del contrato sobre intereses de demora ni, por tanto, declarar la no vinculación al consumidor de dicha cláusula.

Es extensa y variada la doctrina emanada en materia de protección de consumidores en general, y sobre cláusulas abusivas en particular<sup>(2)</sup>. Asimismo, resulta también profusa la jurisprudencia comunitaria sobre esta materia como lo confirman abundantes sentencias del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en adelante, TJUE)<sup>(3)</sup>. Con todo, la Directiva sobre cláusulas abusivas 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993 (en lo sucesivo, Directiva 93/13/CEE o simplemente la Directiva), su transposición y su articulación con el conjunto de las normativas nacionales, ha planteado y continúa planteando importantes dudas interpretativas que han ido provocando una creciente jurisprudencia emanada del TJUE, como único intérprete de la normativa comunitaria y garante de su aplicación uniforme en todos los Estados miembros.

(2) Véase entre otros, BERCOVITZ, A.; BERCOVITZ, R., *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Ed. Tecnos, Madrid, 1987; ACOSTA ESTÉVEZ, J.B., *Tutela procesal de los consumidores*, Ed. Bosch, Barcelona, 1995; PETIT LAVALL, M.V., *La protección del consumidor de crédito: las condiciones abusivas de crédito*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 1996; PAGADOR LÓPEZ, J., *La directiva comunitaria sobre cláusulas contractuales abusivas*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1998; AA.VV., *Curso sobre protección jurídica de los consumidores*, (coord., G. Botana García, M. Ruiz Muñoz), Ed. Mc Graw Hill, 1999; AA.VV., *Condiciones generales de la contratación y cláusulas abusivas*, (dir., U. Nieto Carol), Ed. Lex Nova, Valladolid, 2000; SERRA RODRÍGUEZ, A., *Cláusulas abusivas en la contratación: en especial, las cláusulas limitativas de la responsabilidad*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2ª ed. 2002; AA.VV., *El Derecho de consumo en España: presente y futuro*, (dir., A. Carrasco Perera), Ed. Instituto Nacional de Consumo, Madrid, 2002; AA.VV., *La Protección Jurídica de los Consumidores*, (dir., J.J. Marín López), Ed. Dykinson, Madrid, 2003; AA.VV., *Tutela de los consumidores y usuarios en la Ley de Enjuiciamiento Civil*, (coord., S. Barona Vilar), 2ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2003; AA.VV., *Ley General para la Defensa de los consumidores y Usuarios: Comentarios y jurisprudencia de la Ley veinte años después*, (coord., E. Llamas Pombo), Ed. La Ley, Madrid, 2005; GUILLÉN CARAMÉS, J., «La incorrecta transposición de la Directiva 93/13/CEE, de 5 de abril de 1993 sobre cláusulas abusivas al ordenamiento jurídico interno español», *Revista Española de Derecho Europeo*, núm. 15/2005; AA.VV., *Cláusulas abusivas en la contratación inmobiliaria*, (coord., A. Cañizares Laso), Ed. Tecnos, Madrid, 2006; AA.VV., *Derecho de los Consumidores y Usuarios*, (dir., A. de León Arce; coord., L.M. García García), Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2007; AA.VV., *Derecho de los consumidores una perspectiva integral* (coord., L.F. López Álvarez, S. Messeguer Velasco), Ed. Oleiros, La Coruña, 2008; BUSTO LAGO, J.M.; ÁLVAREZ LATA, N.; PEÑA LÓPEZ, F., *Reclamaciones de Consumo. Derecho de consumo desde la perspectiva del consumidor*, 2ª ed., Ed. Aranzadi, Pamplona, 2008; AA.VV., *Comentario al Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras Leyes Complementarias* (dir. R Bercovit Rodríguez-Cano), Ed. Aranzadi, Pamplona, 2009; PIPAÓN PULIDO, J.G., *Derecho de los consumidores y usuarios*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 2010; AA.VV., *La defensa de los consumidores y usuarios: comentario sistemático del Texto Refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2007*, (dir., M Rebollo Puig, M. Izquierdo Carrasco), Ed. Iustel, Madrid, 2011; AA.VV., *Comentarios a las normas de protección de los consumidores*, (dir., S. Cámara Lapuente), Ed. Colex, Madrid, 2011; ÁLVAREZ VEGA, M.I., *La protección jurídica del consumidor sobreendeudado e insolvente*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2012.

(3) Pueden verse, como muestra entre otras, las siguientes sentencias del Tribunal de Justicia de la Unión Europea: 2000/144; 2007/259; 2009/155; 2009/309; 2010/162; 2010/335; 2013/46; 2013/89; 2013/93.

En concreto, y por lo que se refiere al Estado español, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea a propósito de la imbricación de dicha Directiva con la normativa española, tanto sustantiva como procesal, está causando últimamente una verdadera convulsión en ésta como se expondrá más adelante. No es propósito de este trabajo analizar todos los aspectos de esta convulsión, sino centrarnos, como se indica en el propio título, en el procedimiento monitorio en el ámbito procesal, y en los intereses de demora en el ámbito sustantivo y, a la postre, en cómo incidirá en el sector financiero, que es el que mayormente utiliza el proceso monitorio, de aplicarse la Directiva 93/13/CEE y la jurisprudencia comunitaria que la interpreta con el verdadero alcance que, a mi juicio, debe dárseles<sup>(4)</sup> y que, de momento, no es el que está recibiendo de buena parte de nuestro tribunales. La algarada en los aspectos mencionados la ha causado fundamentalmente la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en lo sucesivo STJUE) de 14 de junio de 2012, en el asunto C-618/10, dictada como consecuencia de una cuestión prejudicial planteada por la Sección 14ª de la Audiencia Provincial de Barcelona<sup>(5)</sup>.

De la STJUE mencionada cabe extraer a mi juicio dos importantes conclusiones:

A) Que el Juez puede y debe en cualquier momento del procedimiento y de oficio declarar la existencia de una cláusula abusiva. En el caso que motivó la cuestión prejudicial planteada se trataba de un procedimiento monitorio.

B) Que una vez declarada que una cláusula es abusiva, el Juez no puede moderarla sino aplicar la sanción o consecuencia prevista, que no es otra que la no vinculación de tal cláusula al consumidor. En el caso que motivó la cuestión prejudicial mencionada, el Juez de instancia, considerando que un interés moratorio de un 29% era abusivo, lo moderó fijándolo en un 19%.

Sentado esto, acontecía y aun acontece que, conforme a nuestra legislación procesal, en el proceso monitorio no se permite al Juez, si no hay oposición del deudor, apreciar el carácter abusivo de la cláusula de intereses moratorios, no acomodándose pues a la primera de las conclusiones señaladas, precisándose una modificación de la Ley de Enjuiciamiento Civil en este aspecto. Ahora bien, mientras tanto, esto es, hasta que tal modificación específica se produzca, se hace necesario para los tribunales saber cómo dar cumplimiento a lo interpretado por el TJUE a este respecto. Resulta oportuno apuntar que, en estos momentos, sólo existe un Anteproyecto de Ley de Re-

---

(4) En el ámbito doctrinal, por el contrario, relativiza mucho el alcance de las Sentencias del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, HOLGADO MADRUGA, F., «La relativa novedad del tratamiento de las cláusulas abusivas en la Ley 1/2013, de 14 de mayo», *Diario La Ley*, núm. 8122, de 9 de julio de 2013.

(5) Entre otros, pueden verse los siguientes comentarios de la misma: DÍAZ MARTÍNEZ, A., «Intereses moratorios pretendidamente abusivos en contratos bancarios de préstamo. Especial referencia a la STJUE 14 de junio de 2012», *Aranzadi Civil-Mercantil* núm. 4/2012, pp. 1-7; DE LETE ACHIRICA, J., «Proceso monitorio y determinación de la nulidad de las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores. Comentario a la STJUE de 14 de junio de 2012» *Diario la Ley*, núm. 7976 de 30 de noviembre de 2012.

forma de la Ley de Enjuiciamiento Civil, presentado por el Ministerio de Justicia el 3 de mayo de 2013, que en las relaciones entre empresarios y consumidores pretende introducir un apartado nuevo al artículo 815 de aquélla, que específicamente contempla un trámite para que pueda ser apreciada, en su caso, la existencia de cláusulas abusivas dentro del procedimiento monitorio<sup>(6)</sup>. Hasta entonces, para evitar sentencias contradictorias en nuestros tribunales, procedería aplicar analógicamente y *mutatis mutandi* lo previsto en la reciente reforma incorporada a la Ley de Enjuiciamiento Civil por la Ley 1/2013 de 14 de mayo<sup>(7)</sup>, dictada con urgencia para mejorar el procedimiento de ejecución hipotecaria, ley ésta a su vez consecuencia de otra importante STJUE, en concreto, la de 14 de marzo de 2013, asunto C-415/11. Y es que esta última reforma, frente a lo que pudiera a primera vista sostenerse, no queda circunscrita a la ejecución hipotecaria, siendo algunos de los preceptos modificados<sup>(8)</sup> aplicables a cualquier tipo de ejecución. Aunque es claro que dicha reforma está prevista en el marco de un proceso de ejecución, no dista de los pronunciamientos del TJUE en la sentencia de 14 de junio de 2012, asunto C-618/10. Pese a ello, resulta curioso que pudiendo haberlo hecho, la citada Ley 1/2013 que se acaba de mencionar no haya modificado oportunamente el procedimiento monitorio.

Mas, con respecto a la segunda conclusión de la STJUE, esto es, la relativa a la nulidad radical de las cláusulas abusivas, tampoco la legislación sustantiva nacional se acomoda al Derecho Comunitario ya que, de un lado, el artículo 83 del Texto Refundido de la Ley General de Defensa de Consumidores y Usuarios (en los sucesivos, TRLGDCU)<sup>(9)</sup> permite al Juez moderar el interés moratorio abusivo y, de otro, el artículo 1108 del Código Civil (CC) –aplicado como habremos de ver habitualmente por nuestros órganos judiciales cuando la cláusula de interés moratorio es declarada abusiva–, establece que, en defecto de pacto, en las deudas de dinero la indemnización de daños y perjuicios consistirá en el interés legal. Pues bien, la Directiva 93/13/CEE sobre cláusulas abusivas no deja margen para la duda, ni tampoco la mencionada STJUE, que reconocen ante la declaración de abusividad de la cláusula la no vinculación del consumidor a la misma. Ello conlleva que no quepa que el Juez sustituya el interés abusivo por otro que no lo sea, ni tampoco, y aquí radica el real impacto y alcance, que vía derecho dispositivo o supletorio, se aplique por el Juez el artículo 1108 del CC para establecer en tales casos el interés legal. Sin embargo, no es así como han estado interpretando nuestros tribunales la aludida conclusión, aunque por fortuna ya comienzan a dictarse algunas resoluciones judiciales de distinto signo.

(6) Puede verse el contenido de este Anteproyecto en [http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/es/1215198252237/ALegislativa\\_P/1288774452773/Detalle.html](http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/es/1215198252237/ALegislativa_P/1288774452773/Detalle.html). Concretamente es el apartado 44 de este Anteproyecto el que modifica el art. 815 de la LEC, añadiendo un nuevo apartado 4. Ver *infra* epígrafe IV.3 de este trabajo.

(7) Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social, BOE, núm. 116, miércoles 15 de mayo de 2013, que de conformidad con su Disposición Final Cuarta, entró en vigor el mismo día de su publicación en el BOE.

(8) Así, los arts. 552.1; 557, 7ª; 561.1, 3ª; y la Disposición Transitoria Cuarta.

(9) Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre.

Así, como muestra, expondré qué solución dio al caso que motivó la STJUE de 14 de junio de 2012, la propia Sección 14<sup>a</sup> de la Audiencia Provincial de Barcelona en el Auto de 29 de octubre de 2012, y analizaré si ha acogido plenamente o no los pronunciamientos de aquella. Asimismo, mostraré cómo incluso la interpretación de la propia doctrina sentada por la STJUE que nos ocupa ha sido distinta por parte de nuestros órganos judiciales, lo que ha provocado incluso que haya tenido que ser el Pleno de la Audiencia Provincial de Madrid, en Auto de 4 de marzo de 2013 el que, buscando uniformidad en la interpretación de aquella, se haya visto obligado a manifestarse sobre esta concreta cuestión. Examinaré igualmente si la fundamentación de este Auto se acomoda a la aludida STJUE, así como las conclusiones a las que, con la misma vocación de conseguir uniformidad, han llegado en abril de este año las Juntas de Jueces de Barcelona y Valencia.

En definitiva, los pronunciamientos de la STJUE en el asunto C-618/10, –también es preciso destacarlo– debido quizás a cierta ambigüedad en su redacción, ha provocado y continúa provocando nuevas dudas interpretativas, como lo demuestran las resoluciones aludidas de nuestros tribunales en los párrafos anteriores, de ahí que, un año después, continuemos aún inmersos en una completa inseguridad jurídica pues siguen existiendo por parte de nuestros tribunales interpretaciones distintas de la mentada STJUE, asunto C-618/10, por lo que, si se me permite la ironía, quizás se debería, de paso, legislar sobre las reglas de interpretación de las Sentencias. En cualquier caso, la ansiada seguridad jurídica, hace clamorosa la unificación de doctrina por parte de nuestro Tribunal Supremo.

Una vez planteada la problemática o cuestión que deseo abordar, a fin de llevar a cabo un ordenado análisis en los epígrafes siguientes, comenzaré por el marco jurídico que, tanto a nivel comunitario como nacional, resulta imprescindible tomar en consideración, exponiendo su espíritu y finalidad, la incuestionable primacía del Ordenamiento comunitario y, dentro de éste, de los principios generales del Derecho. A continuación, centraré mi examen en la interpretación que el TJUE, con su doctrina, viene realizando de la Directiva 93/13/CEE y la compatibilidad de ésta con las normativas nacionales en los aspectos destacados. A renglón seguido, es mi propósito exponer brevemente el caso que dio lugar a la STJUE de 14 de junio de 2012, asunto C-618/10, su importante parte dispositiva y sus principales argumentos, para seguidamente pasar a analizar, por un lado, cuál debe ser la interpretación correcta de la citada STJUE abordando las previsibles y trascendentales consecuencias o implicaciones que de ella se derivan, fundamentalmente para el proceso monitorio, para los intereses de demora y, consecuentemente, para el sector bancario, y por otro, la aplicación que de la Directiva en cuestión realizan nuestros tribunales, tanto antes como después de ella para, al hilo de lo anterior, exponer mis propias conclusiones.

## II. MARCO JURÍDICO COMUNITARIO Y NACIONAL

Resulta ahora preciso, pues, tomar en consideración y, por tanto, partir de diversas normativas que a nivel comunitario y nacional resultan aplicables en nuestro caso y cuya adecuada interpretación es necesaria para poner fin a la inseguridad jurídica, que

la propia regulación, la transposición de la normativa comunitaria al Ordenamiento jurídico español, así como la común ambigüedad de la que suelen adolecer las SSTJUE y su distinta aplicación, incluso por los tribunales de un mismo Estado miembro, ha ocasionado y continúa ocasionando.

## 1. La Directiva sobre cláusulas abusivas

Sabida es la relevancia que en el ámbito de la Unión Europea se otorga a toda la materia relativa a la protección de los consumidores y usuarios, así como la necesidad de alcanzar el máximo de seguridad jurídica en este campo<sup>(10)</sup>.

La Directiva 93/13/CEE sobre las cláusulas abusivas de los contratos celebrados con los consumidores establece en su artículo 3, mediante una fórmula abierta, los criterios conforme a los cuales debe considerarse abusiva una cláusula contractual no negociada individualmente:

*«1. Las cláusulas contractuales que no se hayan negociado individualmente se considerarán abusivas si, pese a las exigencias de la buena fe, causan en detrimento del consumidor un desequilibrio importante entre los derechos y obligaciones de las partes que se derivan del contrato.*

*2. Se considerará que una cláusula no se ha negociado individualmente cuando haya sido redactada previamente y el consumidor no haya podido influir sobre su contenido, en particular en el caso de los contratos de adhesión.*

*El hecho de que ciertos elementos de una cláusula o que una cláusula aislada se hayan negociado individualmente no excluirá la aplicación del presente artículo al resto del contrato si la apreciación global lleva a la conclusión de que se trata, no obstante, de un contrato de adhesión.*

*El profesional que afirme que una cláusula tipo se ha negociado individualmente asumirá plenamente la carga de la prueba...».*

Por su parte, el artículo 4.1 de la Directiva señala que *«Sin perjuicio del artículo 7, el carácter abusivo de una cláusula contractual se apreciara teniendo en cuenta la*

---

(10) Así, cabe referirse a la profusa legislación comunitaria en la materia, Directivas y Reglamentos, y su continua renovación, cuya cita, por conocida, se hace innecesaria. Baste a estos efectos citar, solo como mera muestra, la última Directiva –en el momento de escribir estas páginas– en materia de protección del consumidor, nos referimos concretamente a la Directiva 2011/83/EU, de 25 de octubre de 2011 que modifica dos previas Directivas, esto es, la relativa a contratos a distancia y la concerniente a contratos celebrados fuera de establecimiento, no por tanto la Directiva 93/13. Para una análisis de aquélla, puede verse entre otros los comentarios siguientes: ARROYO APARICIO, A., «El impacto de la Directiva sobre derechos de los consumidores en el ordenamiento español», *AJA*, jueves 4 de julio de 2013, p. 16; DE MIGUEL ASENSIO, P., «El nuevo régimen de la UE en materia de contratos de consumo y su repercusión sobre el comercio electrónico», <http://pedrodemiguelasensio.blogspot.co.uk/2011/12/el-nuevo-regimen-de-la-ue-en-materia-de.html>; RUBIO TORRANO, E., «Nueva Directiva sobre los derechos de los consumidores», *Aranzadi Civil-Mercantil* núm. 9/2012 (Comentario), p. 1-3.

*naturaleza de los bienes o servicios que sean objeto del contrato y considerando en el momento de la celebración del mismo, todas las circunstancias que concurran en su celebración, así como todas las demás cláusulas del contrato, o de otro contrato del que dependa...».*

El Anexo contempla una lista meramente indicativa de cláusulas que, de conformidad con el artículo 4.3 de la Directiva, podrán considerarse abusivas, entre las que figura bajo la letra e) el «*Imponer al consumidor que no cumpla sus obligaciones una indemnización desproporcionadamente alta*».

Asimismo, el artículo 6.1, prevé que «*Los Estados miembros establecerán que no vincularán al consumidor, en las condiciones estipuladas por sus derechos nacionales, las cláusulas abusivas que figuren en un contrato celebrado entre éste y un profesional y dispondrán que el contrato siga siendo obligatorio para las partes en los mismos términos, si éste puede subsistir sin las cláusulas abusivas...*».

Finalmente, también debe destacarse que el artículo 7.1 dispone que «*Los Estados miembros velarán porque, en interés de los consumidores y de los competidores profesionales, existan medios adecuados y eficaces para que cese el uso de cláusulas abusivas en los contratos celebrados entre profesionales y consumidores*».

Son fundamentalmente estos dos últimos preceptos los que serán objeto de atención en estas páginas, porque son los que establecen la consecuencia que supone que una cláusula sea declarada abusiva y la exigencia ineludible de que los Estados cuenten con instrumentos eficaces para que cese la utilización de cláusulas abusivas por parte de los profesionales en las relaciones contractuales con los consumidores. Y es que su fundamento estriba en que sólo así será posible reequilibrar la posición del consumidor en dichos contratos.

Habida cuenta de la naturaleza y la importancia del interés público en el que descansa la protección que pretende garantizarse a los consumidores, esta Directiva en su totalidad constituye un instrumento indispensable para el cumplimiento de las misiones confiadas a la Unión Europea, especialmente para la elevación del nivel y de la calidad de vida de aquéllos en el conjunto de ésta.

## **2. El Texto Refundido de la Ley General de Defensa de Consumidores y Usuarios y el Código Civil**

En el Ordenamiento español y en relación a los efectos que nos interesan, la Ley relevante de incorporación de la Directiva y, en general, relativa a la protección de los consumidores es la ya aludida LGDCU<sup>(11)</sup>, hoy refundida en el RD Legislativo 1/2007

---

(11) Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, Boletín Oficial del Estado núms. 175 y 176, de 24 de julio de 1984. La Directiva 93/13/CEE fue incorporada al Derecho interno español por la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación, la cual, a través de su Disposición Adicional Primera, modificó la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios.

(12). Pues bien, el artículo 82 del TRLGDCU, inspirándose en la Directiva 93/13 y en relación a la definición de cláusula abusiva, establece:

*«1. Se considerarán cláusulas abusivas todas aquellas estipulaciones no negociadas individualmente y todas aquellas prácticas no consentidas expresamente que, en contra de las exigencias de la buena fe causen, en perjuicio del consumidor y usuario, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato.*

*El hecho de que ciertos elementos de una cláusula o que una cláusula aislada se hayan negociado individualmente no excluirá la aplicación de las normas sobre cláusulas abusivas al resto del contrato.*

*2. El empresario que afirme que una determinada cláusula ha sido negociada individualmente, asumirá la carga de la prueba.*

*3. El carácter abusivo de una cláusula se apreciará teniendo en cuenta la naturaleza de los bienes o servicios objeto del contrato y considerando todas las circunstancias concurrentes en el momento de su celebración, así como todas las demás cláusulas del contrato o de otro del que éste dependa.*

*4. No obstante lo previsto en los apartados precedentes, en todo caso son abusivas las cláusulas que, conforme a lo dispuesto en los artículos 85 a 90, ambos inclusive:*

- Vinculen el contrato a la voluntad del empresario,*
- limiten los derechos del consumidor y usuario,*
- determinen la falta de reciprocidad en el contrato,*
- impongan al consumidor y usuario garantías desproporcionadas o le impongan indebidamente la carga de la prueba,*
- resulten desproporcionadas en relación con el perfeccionamiento y ejecución del contrato, o*
- contravengan las reglas sobre competencia y derecho aplicable».*

Por su parte, el propio TRLGDCU, en sus artículos 85-89, contiene un listado de cláusulas abusivas que a primera vista parece que lo son en todo caso, con lo que parece estar recogiendo una lista negra en contraposición con el Anexo de la Directiva<sup>(13)</sup>. Con todo, lo cierto es que, examinadas las mismas, hay que coincidir con la mayoría de la doctrina para la que dados los términos amplios y genéricos con los que algunas están redactadas, más que una lista negra parece un listado gris, o que precisamente la

---

(12) Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, Boletín Oficial del Estado núm. 287 de 30 noviembre de 2007.

(13) BUSTO LAGO, J.M.; ÁLVAREZ LATA, N.; PEÑA LÓPEZ, F., *Reclamaciones de Consumo. Derecho de consumo desde la perspectiva del consumidor*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2008, p. 8.

vaguedad de estos términos requiere en la mayoría de los casos confrontación como garantía procesal de las partes.

Ya dentro del artículo 85, bajo la rúbrica de «Cláusulas abusivas por vincular el contrato a la voluntad del empresario», su número 6 considera abusivas en todo caso *«Las cláusulas que supongan la imposición de una indemnización desproporcionadamente alta al consumidor y usuario que no cumpla sus obligaciones».*

Es el artículo 83 del mismo cuerpo legal el que establece las consecuencias jurídicas que derivan de la declaración del carácter abusivo de una cláusula contractual. Dicho precepto bajo la rúbrica, muy elocuente por cierto, de «Nulidad e integración del contrato», reza:

*«1. Las cláusulas abusivas serán nulas de pleno derecho y se tendrán por no puestas.*

*2. La parte del contrato afectada por la nulidad se integrará con arreglo a lo dispuesto por el artículo 1258 del Código Civil y al principio de buena fe objetiva.*

*A estos efectos, el Juez que declare la nulidad de dichas cláusulas integrará el contrato y dispondrá de facultades moderadoras respecto de los derechos y obligaciones de las partes, cuando subsista el contrato, y de las consecuencias de su ineficacia en caso de perjuicio apreciable para el consumidor y usuario.*

*Sólo cuando las cláusulas subsistentes determinen una situación no equitativa en la posición de las partes que no pueda ser subsanada podrá el Juez declarar la ineficacia del contrato».*

Puede observarse como claramente el texto glosado impone al Juez, si el contrato puede subsistir, que declarada la abusividad de una cláusula su consecuencia sea la nulidad, pero al propio tiempo, lo que no deja de ser un contrasentido y a la par contrario al objetivo de la Directiva 93/13/CEE y a su propia literalidad, se ordena al Juez integrar y moderar los derechos y obligaciones de las partes.

Por otro lado, dentro del Código Civil, a nuestros exclusivos fines, interesa reproducir el contenido tanto del artículo 1258, al que se refiere el último precepto citado, como también el contenido de parte del artículo 1108. Así, el primero establece que, *«Los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, y desde entonces obligan, no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la ley».* Mientras que el segundo determina que, *«Si la obligación consistiere en el pago de una cantidad de dinero, y el deudor incurriere en mora, la indemnización de daños y perjuicios, no habiendo pacto en contrario, consistirá en el pago de los intereses convenidos, y a falta de convenio, en el interés legal».*

Desde este momento, interesa destacar que este último precepto parte de que no haya habido pacto entre las partes relativo al montante de la indemnización de daños y perjuicios que el deudor deberá al acreedor si llegara a incurrir en mora, por lo que sólo en tal supuesto, para el caso de que la obligación consistiere en el pago de una cantidad de dinero, se establece que la indemnización de daños y perjuicios consistirá en el pago

del interés legal<sup>(14)</sup>. Por tanto, a mi juicio, de ningún modo resulta posible equiparar la ausencia de convenio a la que alude el mencionado precepto con la imposición del quantum de la indemnización por parte del acreedor, como ocurre en los contratos de adhesión entre empresarios y consumidores. Por consiguiente, es absolutamente necesario poner de manifiesto que el supuesto de hecho del que parte este precepto debe ser interpretado en el momento actual, criterio hermenéutico permitido por el artículo 3 del CC, en el sentido de que no haya habido en el contrato cláusula alguna sobre intereses moratorios. Con todo, pese a su meridiana claridad, lo cierto es que no es así como hasta ahora está siendo interpretado por nuestros tribunales, pues declarada la abusividad de una cláusula contractual de interés moratorio por haber sido impuesta de forma desproporcionada por parte del acreedor, se modera por el Juez el porcentaje de tales intereses, aplicando erróneamente el artículo 1108 del CC mencionado, como argumentaré más adelante<sup>(15)</sup>.

### 3. El procedimiento monitorio en la Ley de Enjuiciamiento Civil

El proceso monitorio surge de la Recomendación europea de 12 de mayo de 1995 que culmina en la Directiva 2000/35/CE. Con independencia del diseño concreto recibido en los ordenamientos judiciales de cada uno de los Estados miembros, en todos ellos este procedimiento está ideado para reclamar de forma simple y rápida créditos pecuniarios no impugnados<sup>(16)</sup>. La *ratio* a la que responde parece estar en que el acreedor pueda lograr un título ejecutivo mediante un procedimiento sencillo, rápido y poco costoso. Sólo si el deudor se opusiera, se transforma el proceso en un procedimiento civil ordinario.

Así, centrándome en nuestro país, la Ley de Enjuiciamiento Civil (Ley 1/2000, de 7 de enero. en adelante, LEC<sup>(17)</sup>) regula el proceso monitorio en sus artículos 812 a

(14) Pueden verse, entre otros, los siguientes comentarios al art. 1108 del CC: SANTAMARÍA, J., *Comentarios al Código Civil*, t. II, Ed. Revista de Derecho Privado, 1958, pp. 18 y ss.; MANRESA Y NAVARRO, J., *Comentarios al Código Civil español*, t. VIII, vol. I, 6ª ed, Ed. Reus, Madrid, 1967, pp. 294 y ss.; RUIZ-RICO RUIZ, J.M., en AA.VV., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, (dir., M. Albaladejo) t. XV, vol. 1º, arts. 1088 a 1124 del Código Civil, Ed. Edersa, Madrid, 1999, pp. 752 y ss.; SANTOS BRIZ, J., *Comentario al Código Civil*, (coord., I. Sierra Gil de la Cuesta), Libro IV. De las obligaciones y contratos, t. 6, Ed. Bosch, Barcelona, 2006, pp. 202 y ss.; ÁLVAREZ OLALLA, P., en AA.VV., *Comentarios al Código Civil*, 2ª ed, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2006, pp. 1332 y ss.; HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, M.M., en AA.VV., *Código Civil. Comentarios y Jurisprudencia*, (coord., A. Salas Carceller), t. II, Ed. Sepin, Madrid, 2009, pp. 2952 y ss.; LLAMAS POMBO, E., en AA.VV., *Comentarios al Código Civil*, (dir., A. Domínguez Luelmo), Lex Nova, Valladolid, 2010, pp. 1221 y ss.; DÍEZ-PICAZO GIMÉNEZ, G., en AA.VV., *Código Civil comentado*, (dir., A. Cañizares Laso, P. Contreras, J. Orduña Moreno, R. Valpuesta Fernández y coord., J. Orduña Moreno, J. Plaza Penadés, J.M. Rodríguez Tapia, E. Vázquez de Castro), Libro IV De las obligaciones y contratos, Ed. Aranzadi, Navarra, 2011, pp. 147 y ss. Asimismo, sobre la mora en particular, BARAONA GONZÁLEZ, J., *El retraso en el cumplimiento de las obligaciones*, Ed. Dykinson, Madrid, 1998, pp. 293 y ss.

(15) Véase *infra* epígrafes IV. 2.2 y V.

(16) En el mismo sentido véase Conclusiones del Abogado General, Asunto C-618/10.

(17) Algunos de estos preceptos han sido modificados por las Leyes 13/2009; 19/2009; 4/2011 y 37/2011.

818, comprendidos en el Capítulo I del Título III del Libro Tercero de aquélla y, aunque no es nuestra pretensión un estudio detallado de este proceso, si es preciso destacar sus principales características<sup>(18)</sup>.

El proceso monitorio es un tipo de juicio cuya naturaleza jurídica es discutida<sup>(19)</sup>, en el que el acreedor podrá reclamar deudas líquidas, vencidas y exigibles, de cualquier cuantía, siempre que se acompañe de una documentación que lo acredite o demuestre. El procedimiento busca en definitiva la rápida creación de un título ejecutivo, evitando un proceso declarativo, y se emplea habitualmente por empresarios contra otros empresarios o contra consumidores. Su funcionamiento básicamente puede sintetizarse en lo siguiente:

– Se inicia mediante una simple petición del acreedor (hay formularios al respecto), para la que no es obligatoria la intervención de abogado y procurador, formulada ante el Juez de Primera Instancia del domicilio del deudor. En dicha petición, el acreedor debe indicar sus datos, quién es el deudor y su domicilio, el origen y la cuantía de la deuda, y debe acompañarse el documento con el que se pretenda justificar la existencia de la citada deuda. Actualmente es el Secretario judicial (anteriormente era el propio Juez) el que notifica al deudor la reclamación de aquélla y le requiere para que en un plazo de 20 días la abone o, si no está conforme, presente un escrito de oposición.

– Si el deudor no paga lo adeudado ni presenta escrito de oposición, se da por terminado el proceso monitorio, actualmente mediante Decreto del Secretario y se da traslado de ello al acreedor, lo cual permite a éste instar la ejecución por la cantidad reclamada. Esta iniciativa del acreedor da lugar a un Auto del juzgado despachando ejecución<sup>(20)</sup>. Es importante destacar que el artículo 816.2 de la LEC expresamente dispone:

*«Despachada ejecución, proseguirá ésta conforme a lo dispuesto para la de sentencias judiciales, pudiendo formularse la oposición prevista en estos casos, pero el solicitante del proceso monitorio y el deudor ejecutado no podrán pretender ulteriormente en proceso ordinario la cantidad reclamada en el monitorio o la devolu-*

---

(18) Puede verse como simple muestra de la bibliografía sobre el proceso monitorio, entre otros: CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio de la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil: con formularios, apéndice legislativo y referencias especiales al cobro de deudas comunitarias*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2000; CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio europeo*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2008; GARBERÍ LLOBREGAT, J., *El reformado proceso monitorio en la Ley de Enjuiciamiento Civil*, 2ª ed., Ed. Bosch, Barcelona, 2010; MÉNDEZ TOMÁS, R.M.; SANTOS MARTÍNEZ, A.M., *El proceso monitorio*, 3ª ed., Ed. Bosch, Barcelona, 2010; GÓMEZ AMIGO, L., «La tramitación del proceso monitorio europeo en España», *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 3/2011; AA.VV., *Guía práctica de la Ley de Enjuiciamiento Civil adaptada a las Leyes 4/2011, de 24 de marzo, de los procesos monitorio europeo y de escasa cuantía, y 37/2011, de 10 de octubre, de medidas de agilización procesal*, (coord., V. Magro Servet), Ed. La Ley, Madrid, 2012; MARTÍN JIMÉNEZ, C.M., *El proceso monitorio al alcance de todos: guía práctica*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 2012.

(19) GONZÁLEZ LÓPEZ, R., «Sobre la debatida naturaleza jurídica del proceso monitorio», *Boletín Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 38/2002, pp. 1-6.

(20) Desde que se dicte este auto del juzgado despachando ejecución, la deuda generará intereses, gastos y costas que también deberá abonar el deudor.

*ción de la que con la ejecución se obtuviere. Desde que se dicte el auto despachando ejecución la deuda devengará el interés a que se refiere el artículo 576<sup>(21)</sup>».*

– Si el deudor paga la deuda, se archivan las actuaciones. Si, en cambio, el deudor presenta escrito de oposición (para cuya redacción es obligatoria la intervención de abogado y procurador), la reclamación se tramitará por los cauces del juicio ordinario que corresponda según la cuantía o cantidad que se reclame: proceso ordinario para reclamaciones que superen 6.000 € (anteriormente, 3.005,06 €), o juicio verbal cuando no se alcance la anterior cifra.

En definitiva, pues, puede definirse el proceso monitorio en el momento actual como un procedimiento jurisdiccional carente de fase declarativa, destinado a tutelar aquellos derechos de crédito de índole pecuniaria que se encuentren debidamente documentados, y cuya esencial finalidad radica en obtener, en el menor tiempo, con el menor coste posible y sin más garantías que la derivada de la propia intervención judicial, un título que permita abrir el proceso de ejecución forzosa del derecho de crédito impagado<sup>(22)</sup>.

Por su parte, como destaca la doctrina<sup>(23)</sup>, la generalidad de los ordenamientos procesales europeos cuenta con procedimientos monitorios que permiten a los acreedores obtener, de manera sencilla y rápida, un título ejecutivo si el deudor permanece inactivo y no se opone a la reclamación. En este procedimiento, el acreedor solicita al tribunal que requiera el pago al deudor, y si éste no paga ni se opone en plazo, el requerimiento adquiere fuerza ejecutiva, evitando la tramitación de un proceso declarativo ordinario, más largo y complejo, en el que el deudor no iba a participar. La oposición del deudor al requerimiento de pago introduce la contradicción en el proceso, y en este caso deberá resolverse sobre la deuda por el procedimiento ordinario que corresponda. Esta facilidad para el cobro de los créditos no impugnados es lo que avala el éxito del proceso monitorio español, que en la actualidad es el procedimiento judicial que da lugar a más de una tercera parte de las ejecuciones civiles<sup>(24)</sup>. Dato este que evidencia la gran importancia de este procedimiento.

---

(21) Actualmente, en el marco del procedimiento de ejecución, la LEC, modificada por la Ley 1/2013, de 14 de mayo, ya contempla de forma expresa el que el Juez valore de oficio la existencia de cláusulas abusivas, así dispone actualmente el art. 552. 1. *Si el tribunal entendiese que no concurren los presupuestos y requisitos legalmente exigidos para el despacho de la ejecución, dictará auto denegando el despacho de la ejecución. Cuando el tribunal apreciare que alguna de las cláusulas incluidas en un título ejecutivo de los citados en el art. 557.1 pueda ser calificada como abusiva, dará audiencia por quince días a las partes. Oídas éstas, acordará lo procedente en el plazo de cinco días hábiles conforme a lo previsto en el art. 561.1.3ª.*

(22) GARBERI LLOBREGAT, J., «Caracteres esenciales del nuevo Proceso Civil Monitorio [arts. 812-818 de la Ley 1/2000, de 7 enero (RCL 2000, 34 y 962), de Enjuiciamiento Civil], *Aranzadi Civil-Mercantil* núm. 14/2000, pp. 1-4.

(23) Ver entre otros autores, GÓMEZ AMIGO, L., «La tramitación del proceso monitorio europeo en España», *Revista Aranzadi Doctrinal* num. 3/201, p. 2. para la diferencia entre el monitorio español y el europeo, véase p. 11.

(24) Así lo expresa el apartado I del Preámbulo de la Ley 4/2011, de 24 de marzo, de modificación de la Ley de Enjuiciamiento Civil, para facilitar la aplicación en España de los procesos europeos monitorio y de escasa cuantía.

Como puede apreciarse, la regulación actual del procedimiento monitorio no contempla ni arbitra posibilidad alguna de que el Juez, aunque no haya oposición, por tanto, de oficio, pueda y deba decretar el carácter abusivo de cláusulas del contrato en la que el acreedor base su petición. Tampoco, como hemos visto, la normativa española sobre protección de los consumidores faculta a los jueces del proceso monitorio para declarar de oficio y *ab limine litis* la nulidad de las cláusulas abusivas, pues la legalidad de tales cláusulas debe ventilarse en el correspondiente proceso declarativo, el cual únicamente se inicia en caso de oposición del deudor<sup>(25)</sup>.

Está claro pues, que el diseño de este proceso contradice por cuanto se expresará en las siguientes líneas la Directiva 93/13/CEE y los principios comunitarios.

#### **4. Primacía del Ordenamiento comunitario en caso de conflicto con normativa nacional. Relevancia de los principios generales del Derecho en el ámbito comunitario**

Conocida y abultada es la doctrina sobre la primacía del Ordenamiento comunitario en caso de conflicto con normativa nacional a la que me remito<sup>(26)</sup>, en tanto que en este apartado, al examinar la compatibilidad de ambas, interesa sobre todo subrayar la relevancia de los principios generales del Ordenamiento Comunitario.

A diferencia de lo que acontece en España<sup>(27)</sup> y en algunos otros países integrantes de la Unión europea, donde los principios generales del Derecho, como tales, son fuente subsidiaria del Ordenamiento jurídico, en el ámbito del Derecho Comunitario en cambio, tienen el mismo rango que el Derecho Comunitario originario<sup>(28)</sup> y, por tanto, ostentan primacía frente a los Derechos nacionales. Incluso, es más, hay quien afirma que tales principios constituyen dentro del sistema de fuentes normas de primer rango, y ello no solo en el Ordenamiento Comunitario, sino también en el de cada uno de los Estados miembros<sup>(29)</sup>.

---

(25) RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E., «De nuevo sobre las dudas del proceso monitorio en el Juzgado Mercantil», *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 6/2010, pp. 1-4.

(26) Véase entre otros, ALONSO GARCÍA, R., *El Juez español y el Derecho Comunitario*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2003; ídem, *Sistema Jurídico de la Unión Europea*, Ed. Thomson-Civitas, Pamplona, 2007; MANGAS MARTÍN, A.; LIÑÁN NOGUERAS, D.J., *Instituciones y Derecho de la Unión Europea*, 7ª ed., Ed. Tecnos, Madrid, 2012; AA.VV., *Tratado de Derecho y políticas de la Unión Europea. T. IV. Las fuentes y principios del Derecho de la Unión Europea*, (Dir., J.M. Beneyto Pérez; coord., J. Millo González-Orús, B. Becerril Atienza), Ed. Aranzadi, Pamplona, 2011.

(27) Véase el art. 4 del CC.

(28) En este sentido véase HERNANDO SANTIAGO, F.J., «Principios generales del Derecho nacionales y Derecho comunitario» en AA.VV., *Actes du colloque pour le cinquantième anniversaire des traités de Rome: l'influence du droit national et de la jurisprudence des juridictions des états membres sur l'interprétation du droit communautaire, 1957-2007*, Office des publications officielles des Communautés européennes, 2007, Luxembourg, 2007, pp. 69 y ss.

(29) En este sentido véase HERNANDO SANTIAGO, F.J., «Principios generales del Derecho nacionales y Derecho comunitario» en AA.VV., cit., p. 71.

Así, una muestra del importante papel de dichos principios la encontramos en el principio comunitario de efectividad de la protección otorgada por una norma, en virtud del cual los derechos subjetivos deben ser ejercidos en condiciones que garanticen su plena realización ante los tribunales»<sup>(30)</sup>. El TJUE, ha hecho uso de este principio en el asunto C-618/10 al analizar la imbricación de la Directiva 93/13/CEE en el Ordenamiento Jurídico español.

### III. JURISPRUDENCIA COMUNITARIA RELATIVA A LOS DEBERES DEL ÓRGANO JUDICIAL DE VERIFICAR DE OFICIO EL CARÁCTER ABUSIVO DE UNA CLÁUSULA CONTRATUAL DETECTADA Y DE DECLARAR SU NULIDAD

Son variadas y abultadas las Decisiones dictadas por el TJUE sobre la interpretación de la Directiva de referencia y sobre la compatibilidad o no de las normativas nacionales con la misma en los aspectos mencionados. Así, hace tiempo que quedó resuelta la problemática relativa a si un órgano jurisdiccional nacional, en caso de que pudiera sospechar que el contrato contuviera una cláusula abusiva, puede y debe de oficio declararla o acordar la práctica de prueba, es decir, aunque las partes no lo hayan solicitado, y ello aun y cuando en el Derecho procesal nacional las pruebas sólo puedan practicarse a instancia de parte. En efecto, la respuesta afirmativa se ha puesto de manifiesto en variadas Decisiones del TJUE, mas hasta ahora –salvo error–, no se había planteado directamente en relación con el proceso monitorio, como sí ha sucedido con la STJUE de 14 de junio de 2012, en el asunto C-618/10.

En efecto, como he anticipado, las facultades de intervención de oficio de los jueces civiles en el control de las cláusulas abusivas ha sido reconocida por el TJUE desde su sentencia de 27 junio 2000, al afirmar la obligación del Juez nacional para examinar de oficio el carácter abusivo de las cláusulas de los contratos concertados con consumidores «tan pronto como disponga de los elementos de hecho y de Derecho necesarios para ello».

Esta intervención del Juez debe considerarse como un instrumento justo que tiene además un efecto disuasorio. La Sentencia TJUE de 21 febrero 2013, asunto C-472/11, sintetiza toda la doctrina anterior materializada en numerosas sentencias y, en lo que aquí interesa, afirma la necesidad de respetar el principio de contradicción

---

(30) Así, este principio ha forzado a los tribunales nacionales a inaplicar plazos procesales excesivamente breves, e incluso a crear, *ex novo*, cauces jurisdiccionales para dar sentido a los derechos de los ciudadanos, tal como sucedió en el conocido asunto *Grunding italiana*, del año 2002. En dicho asunto, el Tribunal de Justicia consideró que el plazo previsto en la legislación italiana para ejercer el cobro de lo indebido era breve en exceso, sin embargo, el Tribunal de Luxemburgo no tuvo reparo en establecer positivamente cuál era el plazo adecuado para el caso concreto, llegando a incorporar en su fallo un plazo de seis meses que sustituiría el plazo originalmente contemplado por el legislador italiano, por ello podemos afirmar que el principio de efectividad ha sido una herramienta de construcción, cuya infracción desemboca en la declaración de incompatibilidad de una norma nacional con aquél, y, ulteriormente, en la inaplicación de dicha norma en el caso concreto, véase HERNANDO SANTIAGO, F.J., «Principios generales del Derecho nacionales y Derecho comunitario» en AA.VV., cit., p. 70.

entre partes en el examen de oficio por el juez del carácter abusivo de las cláusulas contractuales.

Así, como simple muestra, la STJUE de 27 de junio de 2000, en los asuntos acumulados C-240/98, C-241/98, C-242/98, C-243/98 y C-244/98, (Océano Grupo Editorial, SA, contra Martina y otros), declaró ya la posibilidad de control de oficio de las cláusulas abusivas, sin necesidad siquiera de denuncia de parte. En efecto, en ésta se razonaba que «El objetivo perseguido por el artículo 6 de la Directiva, que obliga a los Estados miembros a prever que las cláusulas abusivas no vinculen a los consumidores, no podría alcanzarse si éstos tuvieran que hacer frente a la obligación de plantear por sí mismos el carácter abusivo de dichas cláusulas (...) Es preciso considerar que la facultad del Juez para examinar de oficio el carácter abusivo de una cláusula constituye un medio idóneo tanto para alcanzar el resultado señalado por el artículo 6 de la Directiva –impedir que el consumidor individual quede vinculado por una cláusula abusiva–, como para ayudar a que se logre el objetivo contemplado en su artículo 7, ya que dicho examen puede ejercer un efecto disuasorio que contribuya a poner fin a la utilización de cláusulas abusivas en los contratos celebrados por un profesional con los consumidores (...) La protección que la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, otorga a éstos implica que el Juez nacional pueda apreciar de oficio el carácter abusivo de una cláusula del contrato que le haya sido sometido...»

A su vez, en la STJUE de 4 de junio de 2009, asunto C-243/08 (Pannon GSM Zrt contra Erzsébet Sustikné), no solo permite, sino que impone, el examen de oficio de la abusividad: «Así pues, el juez que conoce del asunto ha de garantizar el efecto útil de la protección que persigue la Directiva. Por consiguiente, el papel que el Derecho comunitario atribuye de este modo al juez nacional en la materia de que se trata no se circunscribe a la mera facultad de pronunciarse sobre la naturaleza eventualmente abusiva de una cláusula contractual, sino que incluye asimismo la obligación de examinar de oficio esta cuestión tan pronto como disponga de los elementos de hecho y de Derecho necesarios para ello, incluso en el momento de la apreciación de su propia competencia territorial».

También son variadas las SSTJUE que se pronuncian sobre la consecuencia que conlleva la declaración de abusiva de una cláusula contractual, cuál es evitar que la misma vincule al consumidor, consecuencia ésta que constituye una imposición para los Estados miembros, en concreto, para quienes tienen que aplicar la Directiva. En este sentido, a título ejemplificativo pueden verse las SSTJUE, de 3 de diciembre de 2009, asunto C 482/07; de 8 de diciembre 2011, asunto C 125/10; de 16 de diciembre de 2010, asunto c 76/10; y de 24 de enero de 2012, asunto C 282/10. Con todo, es censurable, por la inseguridad jurídica que genera, la poca claridad o ambigüedad de algunas de las citadas sentencias<sup>(31)</sup>.

En síntesis, pues, la doctrina sentada en la STJUE de 14 de junio de 2012, asunto C-618/10, no es novedosa. Lo realmente novedoso en cuanto al procedimiento moni-

---

(31) En este sentido puede verse HERNANDO SANTIAGO, F.J., «Principios generales del Derecho nacionales y Derecho comunitario» en AA.VV., cit., pp. 71-72.

torio español, es que es la primera que abre la vía para la declaración de oficio de una cláusula contractual dentro de este mismo procedimiento.

En el epígrafe siguiente sintetizaré los hechos, razonamientos y parte dispositiva de la misma y analizaré sus cruciales y trascendentales consecuencias.

#### IV. EL ASUNTO C-618/10 DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LA UNIÓN EUROPEA Y SUS TRASCENDENTALES EFECTOS

##### 1. El Asunto C-618/10 del Tribunal de Justicia de la Unión Europea

Este es un asunto crucial en nuestro trabajo, pues que nos conste, es la primera vez que el TJUE se pronuncia sobre la concreta aplicación de la Directiva en el ámbito específico del procedimiento monitorio en España antes de que el deudor formule oposición, pero a mi juicio también porque pone de manifiesto, con referencia expresa a la legislación española, que el Juez no puede moderar en ningún caso una cláusula declarada abusiva.

Así, el asunto C-618/2010 tuvo por objeto la petición de una decisión prejudicial planteada por la Audiencia Provincial de Barcelona (en lo sucesivo, AP), Sección 14<sup>a</sup>, mediante Auto de 29 de noviembre de 2010, recibido en el Tribunal de Justicia el 29 de diciembre de 2010, en un procedimiento monitorio que enfrentaba al Banco Español de Crédito, SA, con un consumidor.

##### 1.1. El caso origen de la cuestión prejudicial

El litigio principal se ventila en el marco de un proceso monitorio, donde la entidad bancaria reclamaba el saldo deudor de una póliza de préstamo vencida anticipadamente por incumplimiento de la parte deudora. Ante tal petición, el Juzgado de Primera Instancia núm. 2 de Sabadell dictó Auto en virtud del cual declaró de oficio, en consideración a su carácter abusivo, la nulidad de pleno derecho de la cláusula de intereses moratorios, fijado en un 29% anual<sup>(32)</sup> y, al amparo del artículo 83 del TRLG-DCU señaló la necesidad de «integrar» el contrato, revisando o moderando el tipo de interés moratorio que pasó a fijar en un 19%, por lo que requirió a la parte solicitante

---

(32) Resulta cuando menos alarmante comprobar el diferente criterio que tienen nuestros tribunales para determinar el carácter abusivo o no de idénticas cláusulas. Así, como mera muestra, resulta de forma clara al contrastar el supuesto que tratamos y que dio origen al planteamiento de las cuestiones prejudiciales por parte de la Sección 14<sup>a</sup> de la AP de Barcelona, en que como hemos destacado un Juez consideró abusivo un interés moratorio del 29%, con lo acontecido en otros, como sucedió en el caso de que trata el Auto dictado por la Sección 4<sup>a</sup> de la AP de Barcelona de 8 de junio de 2012. En efecto, en este último Auto, aunque el interés retributivo era del 11% y el moratorio del 29%, ni el Juez de Instancia, ni la AP considero éste como abusivo. También denuncia esta falta de criterio uniforme en nuestros tribunales para fijar un determinado porcentaje de intereses moratorios desproporcionado, entre otros, ACHÓN BRUÑÉN, M.J., «Cláusulas abusivas más habituales en las escrituras de hipoteca: análisis de los últimos pronunciamientos de Juzgados y Tribunales», *Diario La Ley*, núm. 8127, 16 jul. 2013.

(Banesto) para que aportara un nuevo cálculo de intereses de la cantidad adeudada que estuviera ajustado al nuevo tipo de intereses moratorios moderado por la juez<sup>(33)</sup>.

La entidad bancaria solicitante interpuso recurso de apelación ante la AP de Barcelona, alegando en esencia que al amparo de la normativa procesal el Juez *a quo* ni podía declarar de oficio la nulidad de la cláusula de intereses de demora, ni modificarla.

La AP de Barcelona, Sección 14ª, al albergar dudas sobre la correcta interpretación del Derecho de la Unión y su compatibilidad con la normativa nacional acordó suspender el procedimiento y solicitar, conforme al artículo 267 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, una decisión prejudicial, planteando varias cuestiones, de las que el TJUE sólo entró a conocer dos. En concreto, la AP de Barcelona pidió al citado Tribunal en la materia que nos interesa dilucidar, de una parte, si la Directiva sobre cláusulas abusivas resultaba compatible con una normativa de un Estado miembro, como la controvertida en el litigio principal, que no permite al juez que conoce de una demanda en un proceso monitorio examinar de oficio el carácter abusivo de una cláusula contenida en un contrato de consumo; y de otra, que se determinara si resulta compatible con esa misma Directiva la normativa española que faculta al juez, no sólo para excluir la aplicación de las cláusulas abusivas, sino también para modificar su contenido.

## 1.2. El fallo y los principales razonamientos jurídicos del TJUE

La Sala Primera del TJUE dictó sentencia el 14 de junio de 2012 en la que concluye, respecto a la primera pregunta formulada, que «la Directiva 93/13/CEE del Conse-

---

(33) Se trataba de un litigio entre el Banco Español de Crédito, S.A. (en adelante Banesto) y el Sr. Joaquín Calderón Camino a propósito del pago de cantidades debidas en ejecución de un contrato de crédito al consumo celebrado entre ambas partes. En efecto, el 28 de mayo de 2007 el Sr. Calderón Camino suscribió una póliza de préstamo por importe de 30.000 euros con Banesto para la adquisición privada de un vehículo. El interés a pagar era del 7,950%, la TAE de 8,890% y el interés de demora del 29%. Aunque la fecha de vencimiento del contrato en cuestión era el 5 de junio de 2014, Banesto lo dio por vencido de forma anticipada, ya que en septiembre de 2008 aún no se había pagado un total de siete cuotas de amortización mensuales. En consecuencia, Banesto presentó el 8 de enero de 2009 una demanda de juicio monitorio ante el Juzgado de Primera Instancia núm. 2 de Sabadell reclamando un importe de 29.381,95 euros, correspondiente a las cuotas mensuales impagadas, más los intereses convencionales y costas.

El 21 de enero de 2010 el Juzgado de Primera Instancia núm. 2 de Sabadell dictó un Auto en el que constataba, de una parte, que el contrato controvertido era un contrato de adhesión o con condiciones generales, en el que las cláusulas del mismo habían sido impuestas por uno de los contratantes sin posibilidades reales de negociación, y, por otra parte, que la fijación del tipo de interés de demora del 29% figuraba en una cláusula mecanográfica que no se distinguía del resto del texto en cuanto al tipo o cuerpo de letra o a su aceptación específica por parte del consumidor. Dadas estas circunstancias, y teniendo en cuenta el tipo de interés Euribor y el del Banco Central Europeo, así como el hecho de que el interés de demora en cuestión sobrepasaba el interés retributivo en más de veinte puntos, el Juzgado de Primera Instancia núm. 2 de Sabadell declaró de oficio nula de pleno de derecho la cláusula de intereses moratorios controvertida por considerarla abusiva. Además, fijó el interés de demora en el 19%, basándose en el interés legal y en el interés de demora establecidos en las Leyes de Presupuestos de 1990 a 2008, y requirió a Banesto para que procediera a un nuevo cálculo del importe de los intereses para el período que se discutía en el litigio relativo al contrato de préstamo.

jo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa de un Estado miembro, como la controvertida en el litigio principal, que no permite que el juez que conoce de una demanda en un proceso monitorio, aun cuando disponga de los elementos de hecho y de Derecho necesarios al efecto, examine de oficio –*in limine litis* ni en ninguna fase del procedimiento– el carácter abusivo de una cláusula sobre intereses de demora contenida en un contrato celebrado entre un profesional y un consumidor, cuando este último no haya formulado oposición».

Y añade, respecto a la segunda cuestión, que «[el artículo 6, apartado 1, de la Directiva 93/13 debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa de un Estado miembro, como el artículo 83 del Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, que atribuye al juez nacional, cuando éste declara la nulidad de una cláusula abusiva contenida en un contrato celebrado entre un profesional y un consumidor, la facultad de integrar dicho contrato modificando el contenido de la cláusula abusiva».

Del contenido de la sentencia se deduce que el Tribunal reitera que el sistema de protección que establece la Directiva 93/13 se basa en la idea de que el consumidor se halla en situación de inferioridad respecto al profesional, en lo referido tanto a la capacidad de negociación como al nivel de información, situación que le lleva a adherirse a las condiciones redactadas de antemano por aquél sin poder influir en el contenido de éstas. También que el artículo 6, apartado 1, de la citada Directiva es una disposición imperativa que pretende reemplazar el equilibrio formal que el contrato establece entre los derechos y obligaciones de las partes por un equilibrio real que pueda restablecer la igualdad entre éstas, de forma que el desequilibrio existente entre el consumidor y el profesional sólo puede compensarse mediante una intervención positiva, ajena a las partes del contrato (parágrafos 39 a 41). Asimismo recoge la sentencia que el propio Tribunal ha declarado que el juez nacional debe apreciar de oficio el carácter abusivo de una cláusula contractual incluida en el ámbito de aplicación de la Directiva 93/13 y, de este modo, subsanar el desequilibrio que existe entre el consumidor y el empresario y que el papel que el Derecho de la Unión atribuye al juez nacional en la materia de que se trata no se circunscribe a la mera facultad de pronunciarse sobre la naturaleza eventualmente abusiva de una cláusula contractual, sino que incluye asimismo la obligación de examinar de oficio esta cuestión tan pronto como disponga de los elementos de hecho y de Derecho necesarios para ello (parágrafos 42 y 43).

Continúa la Sentencia señalando que las responsabilidades del juez nacional antes de la oposición deben atender a los principios de equivalencia y de efectividad. El Tribunal juzga que el sistema procesal español de proceso monitorio no resulta conforme con el principio de efectividad en la medida en que hace imposible o excesivamente difícil, en los litigios iniciados a instancia de los profesionales y en los que los consumidores son parte demandada, aplicar la protección que la Directiva 93/13 pretende conferir a estos últimos (parágrafo 56), pues no sólo no permite al juez nacional que conoce de una demanda en un proceso monitorio examinar de oficio – *in limine litis* ni en ninguna fase del procedimiento– el carácter abusivo, con arreglo al artículo 6 de la Directiva 93/13, de una cláusula contenida en un contrato celebrado entre un pro-

fesional y un consumidor, cuando este último no haya formulado oposición, sino que tampoco le permite pronunciarse sobre si tal cláusula resulta contraria a las normas nacionales de orden público, lo cual incumbe verificar, no obstante, al tribunal nacional (parágrafo 46 a 48). Añade además que el artículo 812 LEC «se limita a exigir a aquellos (acreedores) que adjunten a la demanda los documentos que acrediten la existencia de la deuda, sin obligarles a indicar con claridad el tipo de interés de demora, el período preciso de exigibilidad y el punto de referencia de ese mismo tipo en relación con el interés legal de Derecho interno o con el tipo del Banco Central Europeo» (parágrafo 51), de forma que, al circunscribir la competencia del juez nacional a comprobar que concurren los requisitos formales para iniciar el procedimiento, le impide, aun cuando ya disponga de todos los elementos de hecho y de Derecho necesarios al efecto, que examine de oficio – *in limine litis* ni en ninguna fase del procedimiento– el carácter abusivo de las cláusulas contenidas en un contrato celebrado entre un profesional y un consumidor, cuando este último no haya formulado oposición, lo que puede menoscabar la efectividad de la protección que pretende garantizar la Directiva 93/13 (parágrafo 53). El Tribunal aprecia asimismo un riesgo no desdeñable de que los consumidores afectados no formulen la oposición requerida, ya sea debido al plazo particularmente breve previsto para ello, ya sea porque los costes que implica la acción judicial en relación con la cuantía de la deuda litigiosa puedan disuadirlos de defenderse, ya sea porque ignoran sus derechos o no perciben cabalmente la amplitud de los mismos, o ya sea debido, por último, al contenido limitado de la demanda presentada por los profesionales en el proceso monitorio y, por ende, al carácter incompleto de la información de que disponen (parágrafo 54), con lo que los profesionales, presentando un juicio monitorio en lugar de un juicio civil ordinario podrían privar a los consumidores de la protección que pretende garantizar la Directiva 93/13.

En cuanto al artículo 83 del TRLGDCU, referido a la facultad de integrar el contrato, el Tribunal sostiene que, conforme al Derecho de la Unión, los jueces nacionales están obligados únicamente a dejar sin aplicación la cláusula contractual abusiva, a fin de que ésta no produzca efectos vinculantes para el consumidor, sin estar facultados para modificar el contenido de la misma (parágrafo 65). La razón está en que si el juez nacional tuviera la facultad de modificar el contenido de las cláusulas abusivas que figuran en tales contratos, dicha facultad podría poner en peligro la consecución del objetivo a largo plazo previsto en el artículo 7 de la Directiva 93/13, eliminando el efecto disuasorio que ejerce sobre los profesionales el hecho de que, pura y simplemente, tales cláusulas abusivas no se apliquen frente a los consumidores, quedando los profesionales tentados de utilizar cláusulas abusivas sabiendo que, aun y cuando llegara a declararse la nulidad de las mismas, el contrato podría ser integrado por el juez nacional en lo que fuera necesario, garantizando de este modo el interés de dichos profesionales (parágrafo 69). Insiste además el TJUE en que el artículo 6, apartado 1, de la Directiva 93/13, no puede entenderse en el sentido de que permite, en el supuesto de que el juez nacional constata la existencia de una cláusula abusiva en un contrato celebrado entre un profesional y un consumidor, que dicho juez modifique el contenido de la cláusula abusiva, en lugar de limitarse a dejarla sin aplicación frente al consumidor (parágrafo 71), y en que incumbe al tribunal remitente, tomando en consideración la totalidad de su Derecho interno y aplicando los métodos de interpretación reconocidos

por éste, hacer todo lo que sea de su competencia a fin de garantizar la plena efectividad del artículo 6, apartado 1, de la Directiva 93/13, alcanzando una solución conforme con el objetivo perseguido por ésta (parágrafo 71). En conclusión, el contrato en el que figura la cláusula abusiva debe subsistir, en principio, sin otra modificación que la resultante de la supresión de la misma, en la medida en que, en virtud de las normas del Derecho interno, tal persistencia del contrato fuera jurídicamente posible.

Expuestos el Fallo y los principales razonamientos, a continuación analizaré las consecuencias que de esta STJUE derivan para el proceso monitorio, los intereses de demora y el impacto que las mismas comportarán fundamentalmente para el sector financiero.

## 2. Análisis de los efectos y consecuencias concretas que derivan de la STJUE de 14 de junio de 2012

Esta Sentencia, como otras del TJUE, no ha sido lo suficientemente rotunda en su fallo, esto es, en sus dos pronunciamientos, lo que quizás ha propiciado que su interpretación haya sido controvertida y no uniforme, causando de esta manera idéntica inseguridad jurídica que la que pretendía atajar. Por ello, pese a los esfuerzos y mejoras que parecen que están teniendo últimamente las SSTJUE, nos sumamos a todos los que denuncian la ambigüedad en la mayoría de las mismas<sup>(34)</sup>. Debe recordarse que los órganos judiciales nacionales necesitan imperiosamente seguridad y certeza de que están aplicando correctamente la normativa comunitaria, de manera que si las sentencias del TJUE no son lo suficientemente clarificadoras todos salimos perdiendo, pues el tiempo de espera desde que se plantea la cuestión prejudicial hasta que el TJUE dicta sentencia apenas si ha servido en pro del principio de seguridad jurídica.

### 2.1. Efectos en el procedimiento monitorio

En lo referente si puede y debe el órgano judicial de oficio dentro del procedimiento monitorio examinar y declarar abusiva una cláusula contractual la STJUE mencionada, por un lado, si bien reconoce la autonomía de los Estados miembros en la normativa procesal, por otro, igualmente reconoce que el juego de principios de equivalencia y efectividad no permite hacer imposible o excesivamente difícil el ejercicio de los derechos que el Ordenamiento Comunitario confiere a los consumidores. Luego, en este aspecto, no se trata del efecto directo de aplicación de una Directiva, sino del juego del principio de efectividad de protección de los consumidores que, como principio comunitario, tiene prioridad sobre la normativa nacional. Ello determina consecuentemente a nuestro entender, que los jueces nacionales, a pesar de que la normativa

---

(34) ACHÓN BRUÑÉN, M.J., «Cláusulas abusivas más habituales en las escrituras de hipoteca: análisis de los últimos pronunciamientos de Juzgados y Tribunales», *Diario La Ley*, núm. 8127, 16 jul. 2013; HERNANDO SANTIAGO, F.J., «Principios generales del Derecho nacionales y Derecho comunitario» en AA.VV., cit., pp. 71-73.

procesal española no establece cauce alguno para ello en el procedimiento monitorio, están obligados por el Ordenamiento Comunitario a valorar sin necesidad de alegación de parte, la posible o eventual abusividad de cláusulas contractuales en las relaciones entre empresarios y consumidores y, tras dar audiencia a las partes, lo que viene a nuestro juicio impuesto por la posterior STJUE de 20 de febrero de 2013, en el asunto C-472/11, resolver lo que considere. Esto es lo que procede, y esta es la interpretación que debe dársele a la STJUE que analizamos en este concreto aspecto, aunque implique para nuestros jueces operar en contra de la normativa procesal nacional. Con todo, ante el temor del desconocimiento de esta jurisprudencia por nuestros operadores jurídicos, jueces y abogados, y para evitar resoluciones contradictorias en el ámbito judicial nacional, se hace precisa una modificación de nuestro ordenamiento procesal que contemple sin ambages este trámite.

Como hemos apuntado al inicio, en estos momentos, para acomodar nuestra normativa procesal, en concreto, en el procedimiento monitorio a la Directiva 93/13/CEE y a la aludida STJUE, se ha presentado por el Ministerio de Justicia el 3 de mayo de 2013 un Anteproyecto de Ley de Reforma de la Ley de Enjuiciamiento Civil, que pretende añadir un apartado 4 al artículo 815 que contemple la facultad del Secretario judicial para apreciar el carácter abusivo de una cláusula contractual desde el inicio de este procedimiento y, si así lo hiciere, dará cuenta al Juez quien, en su caso, tras oír por cinco días a las partes, resolverá lo procedente en los cinco días siguientes<sup>(35)</sup>. Al contemplarse de la manera indicada, no sólo acoge este Anteproyecto el primer pronunciamiento del fallo de la STJUE de 14 de junio de 2012, sino que exigiendo dar audiencia a las partes antes de que el Juez dicte resolución al respecto, se compatibiliza el principio de efectividad de protección de los consumidores de la Directiva 93/13/CEE con los principios procesales en la esfera civil en nuestro ordenamiento, como es el de defensa del que forma parte el de contradicción. Por ende, se aplica también la doctrina sentada por el TJUE y recogida en la ya aludida sentencia de 21 de febrero de 2013 en el asunto C-472/11, por la que declaró que, con carácter general, el principio de contradicción no confiere sólo a cada parte en un proceso el derecho a conocer y a discutir los documentos y observaciones presentados al juez por la parte contraria, sino que también implica el derecho de las partes a conocer y a discutir los elementos examinados de oficio por el juez, sobre los cuales éste tiene intención de fundamentar su decisión. El Tribunal de Justicia ha subrayado que para cumplir los requisitos vincula-

---

(35) Puede verse el contenido de este Anteproyecto en [http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/es/1215198252237/ALegislativa\\_P/1288774452773/Detalle.html](http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/es/1215198252237/ALegislativa_P/1288774452773/Detalle.html). Concretamente, el apartado 44 del Anteproyecto modifica el art. 815 de la LEC, añadiendo un nuevo apartado 4 con la siguiente redacción:

«4. Si el Secretario Judicial, tratándose de una reclamación de deuda fundada en un contrato entre un profesional y un consumidor, apreciase el posible carácter abusivo de cualquier causa que constituya el fundamento de la petición o que hubiese determinado la cantidad exigible, dará cuenta al Tribunal quien, en su caso, oír a las partes por cinco días, resolviendo lo procedente mediante auto dentro de los cinco siguientes. Para dicho trámite no será preceptiva la intervención ni de Abogado ni de Procurador.

De estimar el carácter abusivo de alguna de las cláusulas contractuales, el auto que se dicte, que será directamente apelable, determinará las consecuencias de tal consideración acordando, bien la improcedencia de la pretensión, bien la continuación del procedimiento sin aplicación de las consideradas abusivas».

dos al derecho a un proceso equitativo, procede que las partes tengan conocimiento y puedan debatir de forma contradictoria los elementos tanto de hecho como de Derecho decisivos para la resolución del procedimiento.

En definitiva, la reforma pretendida del proceso monitorio introducirá un trámite que permitirá al Secretario judicial, en la admisión de los procesos monitorios que se dirijan por empresarios contra los consumidores, controlar la eventual existencia de cláusulas abusivas, a fin de dar cuenta al Juez para que éste, previa audiencia de las partes, resuelva lo procedente. La inclusión de este trámite es obvio que desnaturaliza la celeridad con la que nace este procedimiento, pero es a mi juicio la única que consigue acoger plenamente la doctrina sentada por el TJUE en las sentencias tratadas en las relaciones contractuales entre empresarios y consumidores<sup>(36)</sup>.

Por tanto, el principal efecto que deriva de la crucial STJUE que comentamos es que, en las relaciones contractuales entre consumidores y empresarios, los procedimientos judiciales deben tener en cuenta la protección efectiva de los consumidores, y ello se traduce en que los jueces, aunque no venga contemplado en la normativa procesal nacional ningún trámite al efecto, están obligados por el Ordenamiento Comunitario a examinar de oficio la eventual existencia en el contrato de cláusulas abusivas, resolviendo al efecto.

## 2.2. Consecuencia jurídica de la declaración de abusiva de la cláusula de intereses moratorios

De la mencionada STJUE en al asunto C-618/10, deriva otra consecuencia o efecto, cual es la discordancia del artículo 83 del TRLGDCU con la Directiva 93/13, lo que se traduce en que declarada por el Juez la abusividad de una cláusula contractual de intereses moratorios, no puede éste en modo alguno moderarla, sino que debe excluirla. Sabido es que hasta ahora nuestros tribunales la han moderado en el tipo que consideraban adecuado o, en su caso, aplicaban el tope del interés legal previsto en el artículo 1108 del CC. Más, a mi juicio, ambas alternativas son contrarias a lo sentado por el TJUE.

### A. *La prohibición que tiene el Juez de moderar la cláusula declarada abusiva*

Es sabido además que el artículo 1101 del CC en el ámbito contractual establece que quien en el cumplimiento de sus obligaciones incurre en mora está obligado a resarcir el daño causado. Por su parte, no cabe ignorar que la Directiva 93/13/CEE, artículo 6, impone la no vinculación del consumidor a la cláusula declarada abusiva, y de modo análogo también lo hace al transponerla el TRLGDCU, en su artículo 83, al determinar la nulidad de tal cláusula, aunque éste además impone al Juez integrar

---

(36) Una crítica distinta, en cambio, puede verse en BANACLOCHE PALAO, J., «Algunas reflexiones sobre el Anteproyecto de reforma parcial de la Ley de Enjuiciamiento Civil en materia de procuradores, juicio verbal y monitorio», *Diario La Ley*, núm. 8137, 30 jul. 2013.

el contrato y moderar la cláusula. Tienen ambas normas el mismo rango legal. Pero tal mandato en el caso que tratamos de moderar el interés moratorio, pone en peligro la consecución del objetivo de protección efectiva de los consumidores, pues la declaración de abusividad de la cláusula de intereses moratorios no ejercería un efecto disuasorio sobre los empresarios, quienes estarían tentados de utilizar siempre cláusulas abusivas al saber que, si eventualmente fueren declaradas abusivas, el Juez moderaría el tipo de intereses a cobrar por mora, con lo que se garantizaría siempre al empresario la satisfacción de su interés. Por lo que se comprende que el consumidor sólo obtiene una protección eficaz con la no aplicación de la cláusula declarada abusiva, sin moderación alguna, tal y como ha interpretado la Directiva el TJUE. Y esto, a mi juicio, significa, no sólo que no cabe que el Juez, declarada abusiva una cláusula de intereses moratorios, pueda fijar ningún porcentaje que estime equilibrado, sino que tampoco puede aplicar el tipo fijado por una eventual norma nacional. Sólo así se constituye en auténtico mecanismo o instrumento de presión que disuade a los empresarios de utilizar intereses moratorios abusivos en sus relaciones con los consumidores.

#### *B. La inaplicación del artículo 1108 del Código Civil*

Así, pues, entiendo que la nulidad, la desaparición sin más de la cláusula abusiva, es la única sanción que consigue con efectividad la protección del consumidor, ya que si el interés moratorio no lo modera el Juez sino la propia Ley, por la vía del artículo 1108 del CC, se vulnera el espíritu de la Directiva y no se consigue verdaderamente la protección de aquél. La Directiva y su interpretación por el TJUE implica que si en el contrato un empresario establece un interés moratorio abusivo, hay que sacrificar el legítimo interés del empresario a ser resarcido por la mora del consumidor en el cumplimiento de una obligación, pues al calificarse la cláusula de abusiva su interés se convierte en ilegítimo, y por tanto en este caso sólo es digno de protección el interés del consumidor. No creo que pueda argüirse en este supuesto un enriquecimiento injusto del consumidor amparado legalmente, pues de no ser declarada abusiva la cláusula por el Juez, y desaparecer por completo la misma, el enriquecimiento injusto sería claramente del empresario y nadie lo cuestionaría. Tengo la convicción de que la única manera de luchar eficazmente frente al empleo de cláusulas abusivas en materia de intereses moratorios es que la sanción que conlleva tal declaración, esto es, su nulidad o no vinculación del consumidor, se cumpla con todas las consecuencias, no siendo posible pues que se aplique en ningún caso el artículo 1108 del CC, pues su aplicación significa infringir la doctrina del TJUE.

Es más, un mero análisis del artículo 1108 del CC, pone a mi juicio de manifiesto que su ámbito de aplicación o el supuesto de hecho que contempla excluya de forma patente su concreta aplicación en nuestro caso. Así, lo primero que debemos tomar en consideración es la naturaleza del contenido del artículo 1108 del CC, y ésta –como puede fácilmente advertirse– es la de un derecho dispositivo, supletorio en defecto de pacto. Partiendo de ello, y centrándome en nuestro supuesto, se comprenderá y se convendrá que no es de recibo interpretar que excluir la cláusula abusiva por parte del Juez, al considerarla abusiva, pueda resultar equivalente a una

ausencia de convenio o pacto sobre el tipo de interés moratorio, sino a la exclusión del pacto voluntariamente impuesta por parte del empresario, esto es, sustituyendo la libre negociación por su imposición. Sentado esto, la conclusión no puede ser otra que en ningún caso cabría, como más adelante veremos vienen haciendo nuestros tribunales, aplicar –una vez es declarada abusiva la cláusula contractual de interés moratorio–, como tipo de interés moratorio el legal previsto en el mencionado precepto, cuyo supuesto de hecho –se insiste– no encaja en nuestro caso. Por tanto, el ámbito de aplicación del artículo 1108 CC, frente a lo interpretado por la mayoría de nuestros órganos judiciales, no alcanza a supuestos en que el tribunal ha declarado la abusividad de una cláusula de intereses moratorios. Aplicar el artículo 1108 del CC en estos casos sería además una forma indirecta, no por los jueces pero sí por la Ley, de moderar los intereses moratorios, prohibido por la Directiva y por el principio de efectividad, tal como ha interpretado el TJUE. De aplicarse el artículo 1108 CC, los empresarios en ningún caso serían disuadidos en concreto de emplear o imponer intereses moratorios abusivos, pues en última instancia como mal menor cobrarían el interés legal del dinero.

No creo, por otro lado, que el espíritu del artículo 1108 del CC sea tampoco el de que se permita utilizar su contenido cuando un juez haya declarado nula una cláusula por abusiva, sino sólo cuando el contrato no contuvo cláusula alguna sobre el particular, o sea, cuando ni ha sido impuesta ni pactada, sin que quepa el artificio de entender que como la cláusula no ha sido negociada individualmente, ello equivaldría a la falta de pacto y, por consiguiente, cabría su aplicación. Esta última interpretación, que como ya he anticipado considero errónea, consigue un fraude de ley y un efecto perverso incompatible con otras leyes, de ahí que se imponga una interpretación armónica y coherente de las normas de nuestro Ordenamiento Jurídico como un todo.

Otro argumento en defensa de la tesis que sostengo está en que cuando originariamente en 1889 se redactó el contenido del artículo 1108 del CC, el cual ha permanecido en lo esencial, ni por asomo se valoró que por una de las partes se podían imponer cláusulas abusivas, pues se partía de la libertad de negociación de las partes de un contrato y de posturas igualitarias, no desequilibradas<sup>(37)</sup>, esto es, los presupuestos ideológicos que inspiraron dicho precepto han ido evolucionando y, debe recordarse además, que un criterio hermenéutico de nuestras normas jurídicas es también el que éstas deban interpretarse de acuerdo con el momento en que han de ser aplicadas.

Todas estas consideraciones deben a mi juicio conducir a que declarada abusiva una cláusula de intereses moratorios, la consecuencia o efecto que conlleva no es otra que la relativa a que el empresario no va a percibir por mora ningún tipo de interés.

---

(37) En cualquier caso tampoco cabe ignorar que el art. 1255 del CC al expresar el principio de autonomía de la voluntad, esto es la libertad de las partes para fijar las cláusulas contractuales puso desde sus inicios como límites que tales pactos no sean contrarios a la Ley, a la moral y al Orden Público. Y tal libertad de pacto debe asimilarse a la práctica habitual en nuestra época de que una de las partes imponga el contenido contractual. Con todo, la amplia libertad contractual, propia de finales del siglo XIX, viene hoy limitada por un amplio conjunto normativo destinado a la tutela o protección de los consumidores.

### 3. Impacto de los efectos de la STJUE en el sector financiero

De los efectos que con el alcance que se ha señalado derivan de la reiterada STJUE, esto es, la declaración de oficio de la abusividad de un cláusula contractual dentro de un procedimiento monitorio, y las consecuencias jurídicas que conlleva la anterior declaración, son sobre todo estas últimas las que provocarán un gran impacto en el sector financiero en general y bancario en particular. Y ello porque la declaración de abusividad de los intereses moratorios tal como he manifestado se traduce en que no se pueda exigir cantidad alguna por este concepto al consumidor moroso, lo que como parece obvio pondrá en jaque a todo el sector financiero que no cobrará nada en tal concepto. Y este impacto, a buen seguro, sí que hará a las entidades bancarias reaccionar y cambiar sus actuaciones y forma de proceder hasta el momento, si quieren realmente obtener margen de beneficios en concepto de mora en sus relaciones con los consumidores, por lo que merece mi absoluto respeto y aplauso el que afortunadamente se imponga el sentido común o, mejor el buen sentido y, por fin, se reconozca una verdadera y efectiva protección en este aspecto para los consumidores, pues de ningún otro modo debe interpretarse la no vinculación de la cláusula abusiva para el consumidor.

Por su parte, aunque no es el propósito de este trabajo, en lo relativo a qué tipos de intereses moratorios deben considerarse no abusivos sí parece oportuno mencionar cómo a este respecto resultan cruciales la STS de 9 de mayo de 2013 y la STJUE de 14 de marzo de 2013, asunto C-415/11, las cuales vienen a constituir un auténtico hito que seguramente contribuirá a conseguir en este aspecto mayor seguridad para el sector financiero<sup>(38)</sup>.

## V. APLICACIÓN POR NUESTROS ÓRGANOS JUDICIALES DE LA DIRECTIVA 93/13/CEE EN LOS EXTREMOS INTERPRETADOS POR LA STJUE DE 14 DE JUNIO DE 2012

### 1. Tratamiento anterior y posterior

Es preciso destacar que tanto antes como después de la STJUE de 14 de junio de 2012, la Directiva 93/13/CEE, en los extremos referidos, se ha aplicado por nuestros órganos judiciales de manera dispar y acogiendo sólo algunos aspectos determinados de la misma.

Resulta oportuno, a mi juicio, comenzar manifestando que, como consecuencia de las distintas posiciones jurídicas existentes en el plano judicial, fundamentalmente en lo referente, tanto a la posibilidad o no que tienen los jueces de examinar de oficio

---

(38) Como comentarios pueden verse, entre otros, BALLUGUERA GÓMEZ, C., «Un futuro lleno de cambios en la lucha contra las cláusulas abusivas en las hipotecas (I y II) Comentario a la STJUE de 14 de marzo de 2013, *Diario La Ley*, núm. 2013; SÁNCHEZ MARTÍN, C., «El control de transparencia de condiciones generales y cláusulas predispuestas. Su aplicación en la STS 241/2013, de 9 de mayo, sobre cláusulas suelo en préstamos con garantía hipotecaria», *Diario La Ley*, núm. 8092, 28 de mayo de 2013, pp. 1-3.

el que una determinada cláusula de intereses moratorios deba considerarse abusiva sin esperar a la oposición del deudor, cómo a la facultad/imposición de reformularla, a efectos de unificar posturas, se alcanzó el 28 de marzo de 2006 un Acuerdo Gubernativo por la Junta de Magistrados de la Audiencia Provincial de Barcelona que fue, en principio, asumido por todas las Secciones de la Audiencia, al menos hasta el planteamiento de la cuestión prejudicial que ha desembocado en la STJUE de 14 de junio de 2012. Así, la finalidad del mencionado Acuerdo Gubernativo que, como se ha mencionado, no fue otra que resolver diferencias y proporcionar pautas interpretativas uniformes proclamó que, en el proceso monitorio<sup>(39)</sup>, no cabía un análisis de oficio del carácter abusivo de los intereses reclamados. Al margen de la naturaleza jurídica de tal Acuerdo, lo cierto es que su contenido era, desde la misma fecha de su adopción, manifiestamente contrario a la Directiva y a la doctrina constante sentada por el TJUE desde al menos el año 2000, como ya tuve ocasión de poner de manifiesto en otro epígrafe<sup>(40)</sup>.

Con todo, como ya anticipé la aplicación por parte de nuestros tribunales de la Directiva 93/13/CEE y la jurisprudencia del TJUE en los aspectos que nos ocupan ha sido bien dispar, fundamentalmente en lo atinente al acogimiento de oficio del carácter abusivo de cláusulas contractuales. No obstante, justo es reconocer que, incluso antes de la mencionada STJUE de 14 de junio de 2012, algunos de nuestros órganos judiciales, interpretando la jurisprudencia comunitaria habida hasta entonces sobre la Directiva, consideraron correctamente que se podía y debía declarar de oficio el carácter abusivo de una cláusula de intereses moratorios incluso en juicio ejecutivo y monitorio, acogiendo así uno de los pronunciamientos de la misma. No ocurría lo mismo, en cambio, con el otro pronunciamiento, pues lo cierto es que en el aspecto material procedían, no a anular la cláusula abusiva de intereses moratorios con todas sus consecuencias, sino a moderarla<sup>(41)</sup>.

Empero, el panorama de aplicación de la Directiva por nuestros tribunales no ha cambiado todo lo que habría de desear tras la sentencia del TJUE de 14 de junio de 2012. Así, para empezar, la propia Sección 14<sup>a</sup> de la AP de Barcelona, que planteó la cuestión prejudicial en el procedimiento que motivó aquella, dictó Auto el 29 de octubre de 2012 en el que no interpreta adecuadamente al menos uno de sus dos pronunciamientos.

En efecto, a mi juicio, sólo logró aplicar correctamente el relativo a que debe el Juez pronunciarse de oficio en un procedimiento monitorio sobre el carácter abusivo de la cláusula de intereses moratorios, mas no el otro pronunciamiento, esto es, el relativo

(39) Aunque igualmente se aplicaba en el juicio ejecutivo, en este sentido con argumentos totalmente rebatibles y que denotan un completo desconocimiento de la *ratio* de la normativa en materia de protección de los consumidores, puede verse como simple muestra el Auto de 8 de marzo de 2011, de la Sección 19<sup>a</sup> de la AP de Barcelona.

(40) Ver *supra* epígrafe III de este trabajo.

(41) En este sentido, por lo que atañe al reconocimiento de oficio, cabe citar la Sentencia de la AP de Tarragona de 10 de abril de 2012, así como la Sentencia del Tribunal Supremo (en lo sucesivo, STS) de 4 de junio de 2008, y con respecto a considerar abusivas cláusulas de intereses moratorios, pero que no proceden a anularla, sino a moderarlas, cabe señalar que ha sido la práctica habitualidad de nuestro tribunales, así SAP de Tarragona de 10 de abril de 2012 y abundante Sentencias que en ellas se cita.

a que declarada la *abusividad* de la cláusula procede declarar su nulidad sin que quepa moderación alguna. Así, el FD 6 del Auto citado dice:

«...Claramente considera improcedente un proceso de integración del contrato (artículo 83 del Real Decreto Legislativo núm. 1/2007), lo que supone no dar efectividad alguna a la cláusula de intereses moratorios **y la remisión general a las previsiones de los artículos 1101 y 1108 Cc.**

Por tanto, ello debe llevarnos a que, al mantener la nulidad de la cláusula controvertida, por abusiva, contenida en un contrato celebrado entre un profesional y un consumidor, no realicemos proceso alguno de interpretación integradora, aunque la nulidad parcial del contrato (en cuanto a la cláusula controvertida) no afecta al resto de lo pactado (STS, Civil sección 1 del 16 de mayo del 2000 (ROJ: STS 3952/2000)), ni a las previsiones legales.

**Resurge, por ello, la general previsión legal para el caso de demora: el actor tiene derecho (porque lo pide) a la aplicación de los intereses de demora, que han de ser los legales desde el momento de la mora.** Todo ello sin perjuicio de que, conforme al principio de *restitutio in integrum* y si se solicita y se acredita debidamente, el acreedor pueda reclamar en otro pleito los daños y perjuicios que la mora le pueda haber producido<sup>(42)</sup>».

Luego, puede contrastarse que dicho Auto de 29 de octubre de 2012, de la Sección 14ª de la AP de Barcelona, no interpreta con todo su alcance y por cuanto he argumentado<sup>(43)</sup> el segundo pronunciamiento contenido en el fallo de la STJUE de 14 de junio de 2012. Y es que para dar cumplimiento efectivo al principio de protección de los consumidores no cabe a mi juicio en modo alguno, como sí sostiene la AP de Barcelona, la aplicación del artículo 1108 del CC.

Resulta asimismo oportuno manifestar cómo intentando buscar una interpretación uniforme de la mencionada STJUE, al menos en lo relativo al primer pronunciamiento de su fallo, el Pleno de la AP de Madrid dictó el 4 de marzo de 2013 un Auto resolviendo un recurso de apelación interpuesto por la Financiera el Corte Inglés contra el Auto dictado por el Juez de 1ª Instancia núm. 92 de Madrid, en el que éste resolvió inadmitir el proceso monitorio instado por entender que la aludida STJUE de 14 de junio de 2012 excluía dicho procedimiento como cauce procesal adecuado en contratos celebrados con consumidores, en cuanto impedía apreciar la existencia de cláusulas abusivas. En cambio, el Auto del Pleno de 4 de marzo de 2013, resolviendo el recurso de apelación contra la resolución del JPI mencionada, interpreta –correctamente a mi juicio– que el Juez sí puede y además debe apreciar de oficio dichas cláusulas en el marco de un procedimiento monitorio<sup>(44)</sup>.

---

(42) He resaltado en negrita la parte del razonamiento judicial que estimo erróneo.

(43) Véase *supra* epígrafe IV.3.

(44) El caso que motivó el Auto del Pleno de la AP de Madrid, de 4 de marzo de 2013, es el siguiente: Financiera El Corte Inglés E.F.C., S.A. presentó una petición inicial de procedimiento monitorio contra una consumidora en reclamación de cantidad, proviniendo la deuda, según la petición, de un contra-

Ello nos pone sobre aviso de la distinta lectura que se está dando a la STJUE de 14 de junio de 2012 por las diferentes instancias judiciales, incluso en el extremo relativo a que incluso, en el marco de un procedimiento monitorio, debe el Juez pronunciarse de oficio sobre el carácter abusivo de una cláusula contractual, pues la normativa procesal española, en lo relativo al proceso monitorio no es compatible con la Directiva que tratamos, y sólo actuando de oficio el Juez, se alcanza la protección efectiva de los consumidores. Que ésta es y debe ser la interpretación adecuada en cualquier procedimiento lo corroboran además de las STJUE de 21 de febrero de 2013, asunto C-472/11, y de 14 de marzo de 2013, asunto C-415/11 y la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social que, entre otros extremos, modifica la LEC, previendo expresamente en el proceso ejecutivo en general, y en el hipotecario en particular, que el Juez aprecie el carácter abusivo de una cláusula<sup>(45)</sup>. Además, como ya quedó expresado, el contenido que el Anteproyecto de Reforma de la LEC presentado por el Ministerio de Justicia el 3 de mayo de 2013 pretende introducir en el artículo 815 de la LEC apunta también en esta línea.

En lo relativo a que no cabe tras la declaración de abusiva de una cláusula de interés moratorio integrarla en modo alguno, ni tan siquiera aplicar el artículo 1108 del CC, es preciso manifestar que, desafortunadamente la mayoría de las sentencias de nuestros órganos judiciales entienden erróneamente aplicable dicho precepto, aunque comienzan por fortuna a haber ya algunas resoluciones judiciales por la senda que es-timo adecuada y es que, como ya comenté, lo que procede no es recalcular sino excluir por completo la cláusula, pues sólo así se obtiene la protección efectiva y se disuade a los empresarios de emplearlas<sup>(46)</sup>. En este sentido cabe destacar cómo la Junta de Jueces de Barcelona y Valencia, reunidas en abril de 2013, ha llegado también a adoptar acuerdos para unificar criterios y, en el extremo que tratamos, lo que es de aplaudir, mantienen la interpretación que aquí se defiende<sup>(47)</sup>.

---

to de financiación suscrito con la deudora. El Juzgado de Primera Instancia número 92 de Madrid, a quien correspondió el conocimiento del asunto, deniega la admisión de la petición inicial de juicio monitorio presentada porque entiende, en base a la sentencia de 14 de junio de 2012 del TJUE, que el juicio monitorio es cauce procesal inadecuado para la reclamación de cantidad que se efectúa, derivada de un contrato celebrado con un consumidor, en cuanto que impide examinar la concurrencia de cláusulas abusivas. Debe resaltarse que no se trata de que el Juzgador considere que alguna cláusula general del contrato de financiación sea abusiva y entienda que el ámbito del proceso monitorio español le impide declarar de oficio la nulidad de dicha cláusula, sino que ante la hipotética posibilidad de que el contrato de financiación pudiera contener cláusulas abusivas, como en opinión del Juzgador la referida sentencia del TJUE impide el examen y declaración de oficio de la nulidad de las cláusulas abusivas estipuladas en perjuicio del consumidor en el proceso monitorio, opta por no admitir a trámite la petición inicial del proceso monitorio. La Audiencia estima el recurso e interpreta que el Juez puede y debe pronunciarse en el proceso monitorio sobre la nulidad de cláusulas abusivas.

(45) Véase arts. 552.1; 557, 7ª; 561.1, 3ª de la LEC.

(46) En este sentido pueden verse Auto del JPI núm. 1 de Barcelona de 31 de mayo de 2013; Sentencia del JM núm. 3 de Barcelona de 2 de mayo de 2013; Auto JPI núm. 22 de Barcelona de 4 de julio de 2013; Sentencia de la AP de Barcelona, Sección 16ª, de 15 de febrero de 2013.

(47) El contenido de estas Juntas puede verse en <http://www.civil-mercantil.com/jueces-prime-ra-instancia-barcelona-valencia-unifican-criterios-control-clausulas-abusivas.html>. A través de sendas

## 2. La necesidad de unificar doctrina

Lo dicho hasta ahora justifica, a mi entender, la necesidad de que en el marco de estos procedimientos se planteen recursos de interés casacional ante nuestro Tribunal Supremo, para unificar doctrina que evite la interpretación no uniforme de la normativa comunitaria y de su jurisprudencia por parte de los órganos judiciales de un mismo Estado miembro, como acontece en este momento en España. De esta manera, se obligaría a nuestro Tribunal Supremo a pronunciarse sin ambages en el sentido que hemos propuesto en lo atinente a que, por un lado, declarada la nulidad de una cláusula contractual de intereses moratorios, la consecuencia es que el deudor-consumidor

---

notas de prensa, se han dado a conocer los acuerdos alcanzados en las Juntas de Jueces de Primera Instancia de los partidos judiciales de Barcelona y Valencia, que a continuación se exponen:

Los magistrados de los juzgados de primera instancia de Barcelona celebraron el pasado 4 de abril una junta para unificar criterios en relación a la problemática derivada del tratamiento de las cláusulas abusivas que se resuelven en los tribunales de justicia. Algunas de las conclusiones alcanzadas son:

1. Entender que de cara a **la consideración como abusivas de las cláusulas en las que se establecen intereses de demora, se tendrán por tales aquellas en las que tal interés supere en 2,5 veces el legal del dinero salvo** en aquellos casos en los **que el interés remuneratorio pactado fuere superior al antes indicado, en cuyo supuesto el carácter abusivo se daría cuando el interés de demora superase en más de 2 puntos al interés remuneratorio pactado**. Todo ello siempre con el pleno respeto a la facultad decisoria de cada Magistrado/a en base a las concretas circunstancias del caso de que se trate.
2. En relación a las nuevas ejecuciones hipotecarias se haga la indicación de la posibilidad de suscitarse como motivo de oposición la posible concurrencia de cláusulas abusivas.
3. En cuanto a los procesos en trámite y en los que no se haya celebrado subasta, se procederá a conceder a la parte frente a la que se sigue la ejecución un plazo de diez días a fin de que si estimare que el título base de la ejecución pudiere estar afectado por una cláusula abusiva lo pueda poner de manifiesto en escrito con intervención de Letrado/a y Procurador/a, resolviéndose sobre ello por el Juzgado tras la adecuada audiencia contradictoria de las demás partes.
4. En relación a los restantes casos en que se pueda de oficio constatar la posible concurrencia de una cláusula abusiva, se ha acordado que ello se pueda plantear previa audiencia al menos de la/s parte/s personadas.

De igual manera, el jueves 12 de abril se celebró Junta de Jueces de Primera Instancia del partido judicial de Valencia. En ella, por mayoría, se adoptaron los siguientes acuerdos de unificación de criterios, que son orientativos, no vinculantes.

1. En el caso de préstamos personales o garantizados con hipoteca, **se consideraran nulas, con carácter general y valorando siempre las circunstancias del caso concreto, las cláusulas que establezcan un interés moratorio superior al triplo del interés legal del dinero** vigente al tiempo del contrato. En el acuerdo del pasado diciembre se acordó cuatro veces el interés legal.
2. En relación con la jurisprudencia del TJUE en aplicación de la Directiva 93/13, el juez no podrá moderar la cláusula nula y no será admisible la renuncia parcial del demandante o ejecutante en su reclamación para eludir o evitar la nulidad de la cláusula abusiva. Esto es, el juez no puede «salvar» la cláusula reduciendo el interés y aplicando el adecuado, pues si es nula, no cabe subsanación, la cláusula no existe. Se trata de disuadir a las entidades bancarias para que no introduzcan dichas cláusulas abusivas según TJUE.
3. Así mismo, y en tanto no se modifique la legislación procesal vigente, la junta estableció pautas para la aplicación de los criterios de la reciente STJUE de 14 de marzo de 2013 en cuanto al control de oficio o a instancia de parte de las cláusulas abusivas, y para garantizar en todo caso la audiencia de las partes.

no deberá nada en tal concepto, no pudiendo en ningún caso, que el Tribunal declarare aplicable el artículo 1108 del CC por cuantas razones hemos expresado en el anterior epígrafe, pues no cabría otra lectura ni de la Directiva ni de la jurisprudencia comunitaria que la interpreta. Igualmente, aunque la inminente reforma del proceso monitorio puede evitar en el futuro resoluciones dispares de nuestros órganos judiciales, convendría que nuestro Tribunal Supremo tenga la oportunidad de expresar con total rotundidad que los jueces deben examinar de oficio en cualquier proceso el posible carácter abusivo de las cláusulas de contratos celebrados entre empresarios y consumidores.

## VI. CONCLUSIONES

Como se ha evidenciado desde las primeras páginas de este trabajo, resulta clara y rotunda la conclusión de que el Juez no puede reformular en modo alguno la cláusula contractual declarada abusiva. Luego, la normativa española en este punto es totalmente incompatible con la Directiva y con el principio comunitario de efectividad, debiendo derogarse de forma expresa el artículo 83 del TRLGDCU en el apartado que ordena al Juez tal reformulación, para evitar su inadecuada aplicación y confusión en los operadores jurídicos. Pero, tampoco cabe, en ningún caso, la aplicación del artículo 1108 del CC, básicamente porque la declaración de abusividad de una cláusula contractual no está incluida en su ámbito de aplicación. Y es sobre todo este extremo el que sí que va a producir un fuerte impacto en las arcas del sector financiero.

En las relaciones entre consumidores y empresarios o profesionales, cualquiera que sea el procedimiento judicial, el Juez no solo tiene la facultad, sino que debe, si dispone de todos los elementos para tal menester, sin necesidad de previa alegación, declarar una cláusula nula por abusiva, por lo que ello determinaría modificar la normativa procesal en lo concerniente al procedimiento monitorio, a fin de hacer visible el que el Juez puede sin ningún tipo de cortapisas actuar de esta manera. Ello determina también cierta desnaturalización del este procedimiento aunque constreñido a las relaciones entre profesionales y consumidores y, desde mi perspectiva, dicha desnaturalización es un precio adecuado si con ello se consigue la real protección de la parte más débil de la relación contractual en estos casos, pues en este marco las fuerzas son desiguales.

Hasta ahora, todas las cuestiones aquí tratadas lo han sido de manera bien dispar en la esfera judicial, con resoluciones contradictorias. Confiemos que en lo sucesivo las contradicciones mencionadas consigan ser subsanadas y se logre la ansiada seguridad jurídica y efectiva protección de los consumidores.

Frente a lo que venía aconteciendo, en lo sucesivo, en las relaciones con los consumidores, las empresas o profesionales en general, pero en particular la banca, deberán ser más cautelosas en establecer tipos de intereses de demora que supongan un desequilibrio en las posiciones de las partes en perjuicio de quien tenga la condición jurídica de consumidor, pues las consecuencias que cabe extraer de la jurisprudencia del TJUE y, en particular de la sentencia dictada en el asunto C-618/10, son y serán sin duda demoledoras<sup>(48)</sup>.

(48) *Vid. infra*, IV.3.

BIBLIOGRAFÍA

- ACHÓN BRUÑÉN, M.J., «Cláusulas abusivas más habituales en las escrituras de hipoteca: análisis de los últimos pronunciamientos de Juzgados y Tribunales», *Diario La Ley*, núm. 8127, 16 jul. 2013.
- ACOSTA ESTÉVEZ, J.B., *Tutela procesal de los consumidores*, Ed. Bosch, Barcelona, 1995.
- ALONSO GARCÍA, R., *El Juez español y el Derecho Comunitario*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2003.
- *Sistema Jurídico de la Unión Europea*, Ed. Thomson-Civitas, Pamplona, 2007.
- ÁLVAREZ OLALLA, P., en AA.VV., *Comentarios al Código Civil*, 2ª ed, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2006.
- ÁLVAREZ VEGA, M.I., *La protección jurídica del consumidor sobreendeudado e insolvente*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2012.
- AA.VV., *Curso sobre protección jurídica de los consumidores*, (coord., G. Botana García, M. Ruiz Muñoz), Ed. Mc Graw Hill, 1999.
- *Condiciones generales de la contratación y cláusulas abusivas*, (dir., U. Nieto Carol), Ed. Lex Nova, Valladolid, 2000.
  - *El Derecho de consumo en España: presente y futuro*, (dir., A. Carrasco Perera), Ed. Instituto Nacional de Consumo, Madrid, 2002
  - *La Protección Jurídica de los Consumidores*, (dir., J.J. Marín López), Ed. Dykinson, Madrid, 2003.
  - *Tutela de los consumidores y usuarios en la Ley de Enjuiciamiento Civil*, (coord., S. Barona Vilar), 2ª ed, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2003.
  - *Ley General para la Defensa de los consumidores y Usuarios: Comentarios y jurisprudencia de la Ley veinte años después*, (coord., E. Llamas Pombo), Ed. La Ley, Madrid, 2005.
  - *Cláusulas abusivas en la contratación inmobiliaria*, (coord., A. Cañizares Laso), Ed. Tecnos, Madrid, 2006.
  - *Derecho de los Consumidores y Usuarios*, (dir., A. de León Arce; coord., L.M. García García), Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2007.
  - *Derecho de los consumidores una perspectiva integral* (coord., L.F. López Álvarez, S. Messeguer Velasco), Ed. Oleiros, La Coruña, 2008.
  - *Comentario al Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras Leyes Complementarias* (dir., R. Bercovitz Rodríguez-Cano), Ed. Aranzadi, Pamplona, 2009.
  - *La defensa de los consumidores y usuarios: comentario sistemático del Texto Refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2007* (dir., M Rebollo Puig/M. Izquierdo Carrasco), Ed. Iustel, Madrid, 2011.
  - *Tratado de Derecho y políticas de la Unión Europea*, t. IV, Las fuentes y principios del Derecho de la Unión Europea, (Dir., J.M. Beneyto Pérez; coord., J. Milló González-Orús, B. Becerril Atienza), Ed. Aranzadi, Pamplona, 2011.
  - *Comentarios a las normas de protección de los consumidores*, (dir., S. Cámara Lapuente), Ed. Colex, Madrid, 2011.

- *Guía práctica de la Ley de Enjuiciamiento Civil adaptada a las Leyes 4/2011, de 24 de marzo, de los procesos monitorio europeo y de escasa cuantía, y 37/2011, de 10 de octubre, de medidas de agilización procesal* (coord., V. Magro Servet), Ed. La Ley, Madrid, 2012.
- ARROYO APARICIO, A., «El impacto de la Directiva sobre derechos de los consumidores en el ordenamiento español», *AJA*, jueves 4 de julio de 2013.
- BALLUGUERA GÓMEZ, C., «Un futuro lleno de cambios en la lucha contra las cláusulas abusivas en las hipotecas (I y II) Comentario a la STJUE de 14 de marzo de 2013, *Diario La Ley*, núm. 2013.
- BANACLOCHE PALAO, J., «Algunas reflexiones sobre el Anteproyecto de reforma parcial de la Ley de Enjuiciamiento Civil en materia de procuradores, juicio verbal y monitorio», *Diario La Ley*, núm. 8137, 30 jul. 2013.
- BARAONA GONZÁLEZ, J., *El retraso en el cumplimiento de las obligaciones*, Ed. Dykinson, Madrid, 1998.
- BERCOVITZ, A.; BERCOVITZ, R., *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Ed. Tecnos, Madrid, 1987.
- BUSTO LAGO, J.M.; ÁLVAREZ LATA, N.; PEÑA LÓPEZ, F., *Reclamaciones de Consumo. Derecho de consumo desde la perspectiva del consumidor*, 2ª ed., Ed. Aranzadi, Pamplona, 2008.
- CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio de la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil: con formularios, apéndice legislativo y referencias especiales al cobro de deudas comunitarias*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2000.
- *El proceso monitorio europeo*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2008.
- DE LETE ACHIRICA, J., «Proceso monitorio y determinación de la nulidad de las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores. Comentario a la STJUE de 14 de junio de 2012», *Diario la Ley*, núm. 7976, de 30 de noviembre de 2012.
- DE MIGUEL ASENSIO, P., «El nuevo régimen de la UE en materia de contratos de consumo y su repercusión sobre el comercio electrónico», <http://pedrodemiguelasensio.blogspot.co.uk/2011/12/el-nuevo-regimen-de-la-ue-en-materia-de.html>.
- DÍEZ-PICAZO GIMÉNEZ, G., en AA.VV., *Código Civil comentado*, (dir., A. Cañizares Laso, P. Contreras, J. Orduña Moreno, R. Valpuesta Fernández y coord., J. Orduña Moreno, J. Plaza Penadés, J.M. Rodríguez Tapia, E. Vázquez de Castro), Libro IV. De las obligaciones y contratos, Ed. Aranzadi, Navarra, 2011.
- DÍAZ MARTÍNEZ, A., «Intereses moratorios pretendidamente abusivos en contratos bancarios de préstamo. Especial referencia a la STJUE 14 de junio de 2012», *Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 4/2012.
- GARBERI LLOBREGAT, J., «Caracteres esenciales del nuevo Proceso Civil Monitorio [artículos 812-818 de la Ley 1/2000, de 7 enero (RCL 2000, 34 y 962), de Enjuiciamiento Civil], *Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 14/2000.
- *El reformado proceso monitorio en la Ley de Enjuiciamiento Civil*, 2ª ed., Ed. Bosch, Barcelona, 2010.
- GÓMEZ AMIGO, L., «La tramitación del proceso monitorio europeo en España», *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 3/2011.
- GONZÁLEZ LÓPEZ, R., «Sobre la debatida naturaleza jurídica del proceso monitorio», *Boletín Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 38/2002.

- GUILLÉN CARAMÉS, J., «La incorrecta transposición de la Directiva 93/13/CEE, de 5 de abril de 1993 sobre cláusulas abusivas al ordenamiento jurídico interno español», *Revista Española de Derecho Europeo*, núm. 15/2005.
- HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, M.M., en AA.VV., *Código Civil. Comentarios y Jurisprudencia*, (coord., A. Salas Carceller), t. II, Ed. Sepin, Madrid, 2009, pp. 52 y ss.; LLAMAS POMBO, E., *Comentarios al Código Civil*, (dir., A. Domínguez Luelmo), Lex Nova, Valladolid, 2010.
- HERNANDO SANTIAGO, F.J., «Principios generales del Derecho nacionales y Derecho comunitario» en AA.VV., *Actes du colloque pour le cinquantième anniversaire des traités de Rome: l'influence du droit national et de la jurisprudence des juridictions des états membres sur l'interprétation du droit communautaire*, 1957-2007, Office des publications officielles des Communautés européennes, 2007, Luxembourg, 2007.
- HOLGADO MADRUGA, F., «La relativa novedad del tratamiento de las cláusulas abusivas en la Ley 1/2013, de 14 de mayo», *Diario La Ley*, núm. 8122, de 9 de julio de 2013.
- MANGAS MARTÍN, A.; LIÑÁN NOGUERAS, D.J., *Instituciones y Derecho de la Unión Europea*, 7ª ed., Ed. Tecnos, Madrid, 2012.
- MANRESA Y NAVARRO, J., *Comentarios al Código Civil español*, t. VIII, vol. I, 6ª ed, Ed. Reus, Madrid, 1967.
- MARTÍN JIMÉNEZ, C.M., *El proceso monitorio al alcance de todos: guía práctica*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 2012.
- MÉNDEZ TOMÁS, R.M.; SANTOS MARTÍNEZ, A.M., *El proceso monitorio*, 3ª ed, Ed. Bosch, Barcelona, 2010.
- PAGADOR LÓPEZ, J., *La directiva comunitaria sobre cláusulas contractuales abusivas*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1998.
- PETIT LAVALL, M.V., *La protección del consumidor de crédito: las condiciones abusivas de crédito*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 1996.
- PIPAÓN PULIDO, J.G., *Derecho de los consumidores y usuarios*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 2010.
- RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E., «De nuevo sobre las dudas del proceso monitorio en el Juzgado Mercantil», *Revista Aranzadi Doctrinal* núm. 6/2010.
- RUBIO TORRANO, E., «Nueva Directiva sobre los derechos de los consumidores», *Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 9/2012.
- RUIZ-RICO RUIZ, J.M., en AA.VV., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, (dir., M. Albaladejo) t. XV, vol. 1º, artículos 1088 a 1124 del Código Civil, Ed. Edersa, Madrid, 1999.
- SÁNCHEZ MARTÍN, C., «El control de transparencia de condiciones generales y cláusulas predispuestas. Su aplicación en la STS 241/2013, de 9 de mayo, sobre cláusulas suelo en préstamos con garantía hipotecaria», *Diario La Ley*, núm. 8092, 28 de mayo de 2013.
- SANTAMARÍA, J., en AA.VV., *Comentarios al Código Civil*, t. II, Ed. Revista de Derecho Privado, Madrid, 1958.
- SANTOS BRIZ, J., en AA.VV., *Comentario al Código Civil* (coord., I. Sierra Gil de la Cuesta), Libro IV De las obligaciones y contratos, t. 6, Ed. Bosch, Barcelona, 2006.
- SERRA RODRÍGUEZ, A., *Cláusulas abusivas en la contratación: en especial, las cláusulas limitativas de la responsabilidad*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2ª ed. 2002.

---

# JURISPRUDENCIA

---



# RESPONSABILIDAD DEL GESTOR DE CARTERAS DE INVERSIÓN

## Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil), núm. 244/2013, de 18 de abril <sup>(1)</sup>

IÑIGO DAMBORENEA AGORRIA

*Doctor en Derecho*

*Profesor de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid  
Abogado del Grupo Banca March<sup>(\*)</sup>*

### RESUMEN

*La Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil), núm. 244/2013, de 18 de abril, imputa a la entidad financiera la responsabilidad por los daños sufridos por los clientes, esgrimiendo que no observó los deberes de información y transparencia exigibles a un profesional de la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión.*

**Palabras clave:** *gestión discrecional e individualizada de carteras, diligencia, deberes de información y transparencia, riesgos, buena fe.*

### ABSTRACT

*The judgement of the Supreme Court (Civil Division) no. 244/2013, of April 18, alleges that the financial institution is responsible for damages suffered by customers, arguing that it did not observe the duties of information and transparency required of a professional who carries out a discretionary management of investment portfolios.*

**Key words:** *discretionary management of investment portfolios, diligence, duties of information and transparency, risks, good faith.*

---

## SUMARIO

### I. DOCTRINA DE LA SENTENCIA.

#### A. Resumen.

#### B. Fundamentos de derecho de la sentencia.

### II. COMENTARIO DE LA SENTENCIA.

#### A. Contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras. Concepto.

---

(1) Ponente: Excmo. Sr. Rafael Sarazá Jimena (RJ 2013, 3387).

(\*) Las reflexiones del presente trabajo son estrictamente personales y no representan al Grupo Banca March.

## B. Normas de conducta del gestor de carteras.

### BIBLIOGRAFÍA.

---

#### I. DOCTRINA DE LA SENTENCIA

##### A. Resumen

El Tribunal Supremo (en adelante, el TS) considera que, en atención a las obligaciones impuestas por la normativa al profesional de la gestión discrecional de carteras de inversión, existe un incumplimiento culposo por su parte, ya que no advirtió a los clientes demandantes de la incoherencia entre el perfil del riesgo conservador elegido y la naturaleza compleja y de alto riesgo de los valores (participaciones preferentes de Lehman Brothers) sobre los que el cliente autorizó contratar. Esta omisión del gestor contravino las exigencias de un alto estándar de buena fe e información completa, clara y precisa que le resultaban de aplicación. Por otro lado, los términos empleados en el contrato para advertir al inversor del riesgo de los productos financieros no cumplieron las exigencias de claridad y precisión en la información. Como consecuencia de todo ello, se declaró la responsabilidad por los daños sufridos por el cliente tras la pérdida casi absoluta de valor de los instrumentos financieros adquiridos<sup>(2)</sup>.

##### B. Fundamentos de Derecho de la Sentencia

A continuación, se recogerán los fragmentos más relevantes de la Sentencia a los efectos del presente comentario<sup>(3)</sup>.

«(...)

##### **SEXTO**

***Valoración de la Sala. El contrato de gestión de carteras de inversión: obligaciones impuestas al profesional por la normativa reguladora.***

(...)

*Los litigantes concertaron un contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, que es aquel por el que una empresa autorizada a actuar profesionalmente en el mercado de valores (como es el caso de la entidad*

---

(2) La pretensión de los demandantes fue estimada por el juzgado de primera instancia. La Audiencia Provincial revocó la sentencia y, posteriormente, el TS casó la sentencia de la Audiencia.

(3) Nuestro comentario se centrará en el aspecto puramente privado-mercantil del tema (las partes que se omiten se identifican con paréntesis). Al margen de ello, la Sentencia también se pronuncia sobre el recurso extraordinario por infracción procesal interpuesto por las partes demandantes, pero ello queda al margen de nuestro trabajo.

*de crédito demandada, artículo 37.1.b de la Ley del Mercado de Valores –RCL 1988, 1644; RCL 1989, 1149 y 1781–) se obliga a prestar al inversor servicios de gestión personalizada, profesional y remunerada sobre los valores integrantes de la cartera del inversor; cumpliendo determinadas exigencias reforzadas de profesionalidad, información, buena fe, imparcialidad y diligencia, con arreglo al mandato conferido por el cliente, para que éste obtenga una mayor rentabilidad en sus actuaciones en el mercado de valores.*

*En línea con lo declarado en la sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo núm. 687/1998, de 11 de julio (RJ 1998, 6601), RC núm. 1195/1994, puede afirmarse que su esquema contractual responde fundamentalmente al mandato o comisión mercantil. (...)*

*Se caracteriza por la especificidad de su objeto y se basa en la confianza del cliente hacia el profesional del mercado de valores al que confiere amplias facultades para realizar, por cuenta del cliente inversor, las operaciones que considere más convenientes para el objetivo perseguido, conseguir una mayor rentabilidad, en relación a un ámbito restringido de actividad, el de la inversión en valores negociables.*

*La citada sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo núm. 687/1998, de 11 de julio (RJ 1998, 6601), RC núm. 1195/1994, afirma que dicho contrato carece de una regulación específica y detallada de su aspecto jurídico-privado. No obstante, varias normas legales y reglamentarias de Derecho interno, y algunas normas comunitarias, han regulado los requisitos que han de cumplir las entidades que se dediquen a la gestión de carteras de inversión, su organización interna y código de conducta. En principio son normas que regulan principalmente aspectos jurídico-públicos relacionados con la actuación de las empresas que actúan en el mercado de valores, pero tienen incidencia directa en el contenido jurídico-privado del contrato en aspectos tales como imparcialidad y buena fe exigibles al profesional en su relación con la clientela, nivel de diligencia en el cumplimiento de sus obligaciones, información que debe recabar de los clientes y que debe facilitar a los mismos, contratos tipo, publicidad de las tarifas, etc.*

*Entre las principales normas que hacen relación a este contrato, vigentes en la fecha en que el mismo fue concertado, pueden destacarse las siguientes:*

**1) La Ley del Mercado de Valores** que en su artículo 63.1.d consideraba servicio de inversión sujeto a las disposiciones de dicha ley «la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores», y dedica el título VII a las normas de conducta que han de observar (...).

*Dicha previsión normativa desarrolla la **Directiva 1993/22/CEE, de 10 de mayo (LCEur 1993, 1706), sobre servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables**, cuyos artículos 10 a 12 exige un elevado estándar en las obligaciones de actuación de buena fe, prudencia e información por parte de las empresas de servicios de inversión respecto de sus clientes.(...).*

*Por otra parte, la progresión en la protección del inversor que supone la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril (LCEur 2004, 1848), MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), ha de ser tomada también en consideración en la interpretación de las obligaciones de la empresa que prestaba los servicios de inversión aunque cuando las partes concertaron el contrato no hubiera transcurrido el plazo de transposición pues el Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha afirmado expresamente que la obligación de interpretación del Derecho interno a la luz de la letra y la finalidad de la Directiva vincula a los jueces con independencia de que haya transcurrido o no el plazo para la transposición*

(...)

*El alcance de las obligaciones del profesional respecto del inversor es detallado en las normas reglamentarias de desarrollo de la Ley del Mercado de Valores (RCL 1988, 1644 y RCL 1989, 1149, 1781).*

**2) Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo (RCL 1993, 1560), que establece las normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y desarrollaba la previsión de normas de conducta que debían cumplir las empresas del mercado de valores. (...) Especial rigor se preveía en lo relativo a la información que las empresas debían facilitar a sus clientes (artículo 5 del anexo). (...).**

**3) Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 25 de octubre de 1995 (RCL 1995, 3013), que desarrolla parcialmente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo de 1993, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios (artículo 9, información sobre operaciones: (...)).**

**4) Orden del Ministerio de Economía y Hacienda 7 de octubre de 1999 (RCL 1999, 2621), que desarrolla específicamente el código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión. En la misma se contienen, entre otras, las siguientes previsiones:**

«Segundo. Principios y deberes generales de actuación.

(...)

«Cuarto. Formalización contractual de la gestión de carteras.

(...)

*Como resumen de lo expuesto, el régimen jurídico resultante de la Ley del Mercado de Valores y de la normativa reglamentaria que la desarrolla, interpretadas a la luz de la letra y de la finalidad de la Directiva 1993/22/CEE de la que son desarrollo, impone a las empresas que actúan en el mercado de valores, y en concreto a las que prestan servicios de gestión discrecional de carteras de inversión, la obligación de recabar información a sus clientes sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión, y la de suministrar con la debida diligencia a los clientes cuyas carteras de inversión gestionan una información clara y transparente, completa, concreta y de fácil comprensión para los mismos, que evite su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación*

que contrata. Deben observar criterios de conducta basados en la imparcialidad, la buena fe, la diligencia, el orden, la prudencia y, en definitiva, cuidar de los intereses de los clientes como si fuesen propios, dedicando a cada cliente el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos, respondiendo de este modo a la confianza que el inversor deposita en el profesional en un campo tan complejo como es el de la inversión en valores mobiliarios.

La empresa que gestiona la cartera del inversor ha de seguir las instrucciones del cliente en la realización de operaciones de gestión de los valores de la cartera (...). Las indicaciones del cliente sobre su perfil de riesgo y sus preferencias de inversión desempeñan una función integradora del contenido del contrato, fundamental en el caso del mandato (artículos 1719 del Código Civil (LEG 1889, 27) y 254 y 255 del Código de Comercio (...), haciendo la función de instrucciones al gestor para el desarrollo de su obligación básica. Por eso es fundamental que al concertar el contrato las preguntas formuladas al cliente para que defina su perfil de riesgo y los valores de inversión que pueden ser adquiridos sean claras, y que el profesional informe al cliente sobre la exacta significación de los términos de las condiciones generales referidas a dicho extremo y le advierta sobre la existencia de posibles contradicciones que pongan de manifiesto que la información facilitada al cliente no ha sido debidamente comprendida.

### SÉPTIMO

**El estándar de información exigible a la empresa que opera en el mercado de valores. La responsabilidad de ésta por el incumplimiento de las obligaciones de información y actuación de buena fe.**

Los recurrentes reprochan a la sentencia de la Audiencia Provincial que no aplica debidamente el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores (RCL 1988, 1644; RCL 1989, 1149 y 1781). Alegan que la empresa que presta servicios de inversión no puede eludir su responsabilidad cuando las inversiones aconsejadas al cliente son incompatibles con su perfil de inversor.

Los valores negociables son activos financieros que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, son susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera (...). Son bienes potencialmente fructíferos cuyo valor reside en los derechos económicos y de otra naturaleza que incorporan. Dada su complejidad, solo son evaluables en aspectos tales como la rentabilidad, la liquidez y el riesgo por medio de un proceso informativo claro, preciso y completo. La información es muy importante en este ámbito de la contratación. De ahí el estándar elevado impuesto al profesional en la normativa que ha sido examinada. El suministro de una deficiente información por parte de la empresa que presta servicios de inversión al cliente puede suponer una negligencia determinante de la indemnización de los daños y perjuicios causados.

Las normas reguladoras del mercado de valores exigen un especial deber de información a las empresas autorizadas para actuar en ese ámbito, (...).

(...)

*Esta Sala considera que una información como la facilitada por BBVA a los demandantes podría ser suficiente en el caso de otra relación contractual más simple, pero no lo es en el contrato de gestión discrecional de cartera de valores, pues no alcanza el estándar de la conducta exigida al profesional con base en la normativa que lo regula y que ha sido expuesta.*

*En primer lugar, no se suministra una información completa y clara al inversor ni se actúa de buena fe cuando en el contrato existe una contradicción evidente entre la respuesta que da el inversor cuando se le pregunta por su perfil de riesgo y la elección de los valores en que se puede invertir. Los demandantes optaron por un perfil de riesgo «muy bajo», que era el más conservador de los cinco posibles. Si la empleada del banco que les atendió marcó a continuación, y tras preguntar a los clientes, en las casillas que posibilitaban invertir en valores de riesgo elevado (pues marcó todas las casillas salvo la residual de «cualesquiera contratos u operaciones...»), es evidente que existe una contradicción no explicada ni resuelta. Es significativo que en la cláusula del contrato relativa al perfil de riesgo, tras indicar a qué responde cada uno de los perfiles posibles (de «muy bajo» a «muy alto») se añade: «además, se tomarán en cuenta los activos seleccionados en la cláusula cuarta [valores a contratar], de modo que sea coherente el perfil inversor y las operaciones que pueden realizarse». En este caso, la incoherencia es palmaria y no ha sido justificada.*

*No se acepta la tesis de la sentencia de la Audiencia Provincial que justifica la corrección de la actuación de BBVA en que la normativa reguladora del mercado de valores no impide a clientes conservadores solicitar inversiones en productos de riesgo. Lo relevante es que ese plus de buena fe y diligencia a observar por la empresa que actúa en el mercado de valores exige que ésta ponga de manifiesto al cliente la incoherencia existente entre el perfil de riesgo elegido (que por los términos en que se define, riesgo muy bajo, bajo, medio, alto o muy alto, es fácilmente comprensible) y los productos de inversión aceptados por el cliente (productos cuya comprensión cabal exige conocimientos expertos en el mercado de valores) y de este modo asegurarse que la información facilitada al cliente es clara y ha sido entendida.*

*Se observa además que los términos empleados en el contrato para advertir al inversor del riesgo de determinados productos no cumplen las exigencias de claridad y precisión en la información. Contienen vaguedades (...) o declaraciones no de voluntad sino de conocimiento que se revelan como fórmulas predispuestas por el profesional vacías de contenido real al resultar contradichas por los hechos (...).*

*(...) La obligación de información que establece la normativa legal invocada por los recurrentes es una obligación activa, no de mera disponibilidad. El contrato de gestión discrecional de cartera de inversión es un contrato basado en la confianza del inversor en el profesional experto en el mercado de valores. (...). La confianza que caracteriza este tipo de relaciones negociales justifica que el clien-*

*te confíe, valga la redundancia, en que el profesional al que ha hecho el encargo de asesorarle y gestionar su cartera le ha facilitado la información completa, clara y precisa. Sin conocimientos expertos en el mercado de valores, el cliente no puede saber qué información concreta ha de demandar al profesional. Al cliente que ha comunicado al profesional que desea inversiones con un perfil de riesgo muy bajo no puede perjudicar que no haya indagado sobre el riesgo que suponían los valores cuya adquisición le propone dicho profesional, porque no le es jurídicamente exigible.*

*El hecho de que el codemandante fuera empresario tampoco puede justificar que el banco hubiera cumplido las obligaciones que la normativa legal del mercado de valores le impone. La actuación en el mercado de valores exige un conocimiento experto, que no lo da la actuación empresarial en un campo como el de los derribos, que es a lo que se dedican las empresas de que el codemandante es administrador. (...)*

*Tampoco el hecho de que los codemandantes estuvieran acompañados de (...), asesor laboral y contable de las empresas de las que el codemandante era administrador, supone que la información que se les facilitó fuera suficiente. La condición de asesor laboral y contable de empresas de construcción que tenía este asesor no presupone conocimientos avanzados sobre los riesgos específicos de productos financieros y valores negociables complejos (...).*

*Que BBVA informara a los demandantes de haber adquirido para ellos las participaciones preferentes y les remitiera informaciones periódicas sobre la evolución de la inversión tampoco supone el cumplimiento del estándar de información exigible, pues tal información no contiene los datos necesarios para que los demandantes pudieran saber que los productos no se ajustaban al perfil de riesgo muy bajo por el que habían optado.*

*Por último, el hecho de que los demandantes hayan conservado participaciones preferentes de BNP adquiridas junto con las de Lehman Brothers, siendo cierto que supone un dato discordante en la solución del recurso, no puede por sí solo eximir de responsabilidad a BBVA. Tal circunstancia no desvirtúa el incumplimiento de sus obligaciones como empresa del mercado de valores en sus relaciones con el cliente. Tampoco se ha alegado que, como gestor de la cartera, BBVA haya propuesto siquiera a los demandantes una inversión más acorde a su perfil que éstos hayan rechazado.*

*En conclusión, el banco no cumplió el estándar de diligencia, buena fe e información completa, clara y precisa que le era exigible al proponer a los demandantes la adquisición de determinados valores que resultaron ser valores complejos y de alto riesgo (así los define la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y así se acepta en la sentencia de la Audiencia Provincial) sin explicarles que los mismos no eran coherentes con el perfil de riesgo muy bajo que habían seleccionado al concertar el contrato de gestión discrecional de carteras de inversión. Este incumplimiento grave de los deberes exigibles al profesional que opera en el mercado de valores en su relación con clientes potenciales o actuales constituye*

*el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por tales clientes como consecuencia de la pérdida casi absoluta de valor de las participaciones preferentes de Lehman Brothers adquiridas.*

*Lo expuesto lleva a que el recurso de casación deba ser estimado.*

(...)

## II. COMENTARIO DE LA SENTENCIA<sup>(4)</sup>

### A. Contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras. Concepto<sup>(5)</sup>

1. La creciente participación de amplios sectores sociales en el proceso de generación de capital destinado a las empresas suele encauzarse, en la actualidad, mediante un modelo de inversión sin intervención activa en el proceso económico. Este modelo comportará una disociación entre la titularidad del capital (los recursos financieros) y el poder de gestión. El capital viene a confiarse a uno o varios gestores que lo administran en interés de quienes lo aportan, que únicamente perseguirán una participación sin implicación personal en el desarrollo de la actividad empresarial. Esta alternativa de inversión supondrá, en definitiva, delegar la gestión del capital aportado; e, incluso, en mayor o menor medida, la decisión misma de inversión.

Dentro de este campo de la inversión sin injerencia en la administración empresarial, pueden, no obstante, diferenciarse dos grandes esquemas: la inversión «directa» y la «indirecta».

- (i) La «directa», la adquisición directa de valores e instrumentos financieros, presenta serios inconvenientes para un pequeño inversor. Se requieren, por un lado, conocimientos y procesos de análisis técnicos complejos y, por otro, un patrimonio suficiente para lograr una adecuada diversificación que permita compensar los diferentes niveles de riesgo de las inversiones.
- (ii) La inversión indirecta, por su parte, se articula de una doble manera, la «colectiva» y la «individual»:
  - a. La «colectiva» consiste en la agrupación organizada de ahorros de múltiples inversores para la formación de un vasto patrimonio, con cuya administración por gestores expertos tratar de conseguir una relación

---

(4) El presente comentario se construye sobre los dos aspectos principales de la Sentencia: (A) el concepto de gestión discrecional e individualizada de carteras y (B) las normas de conducta exigibles al gestor de carteras.

(5) El TS aborda el concepto del CGD al comienzo del Fundamento Jurídico Sexto de la Sentencia, que toma como base lo determinado por una Sentencia previa del TS, la núm. 687/1998, de 11 de julio (RJ 1998, 6601). Sin perjuicio de que compartamos la caracterización conceptual que realiza el TS, no consideramos inoportuno profundizar un poco más en esta cuestión.

equilibrada entre la distribución de los riesgos y las oportunidades de ganancia, además de unos costes de gestión relativamente asequibles. Este tipo de inversión indirecta podrá canalizarse, a su vez, mediante dos modelos organizativos estructuralmente diferentes: un modelo corporativo, con la figura de la Sociedad de Inversión de Capital Variable o SICAV, y un modelo que podría considerarse como «fiduciario», que viene representado por el Fondo de Inversión.

- b. La «individual» se construye sobre un mandato conferido por cada inversor a una entidad financiera con el objeto de gestionar su «patrimonio de inversión». Es el llamado «contrato de gestión discrecional e individualizada de carteras» (en adelante, CGD)<sup>(6)</sup>.

2. El CGD viene referido por el artículo 63.1 d) de la LMV como un servicio de inversión consistente en la «gestión discrecional de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes». Se trata de un contrato nominado aunque atípico, por carecer de regulación legal<sup>(7)</sup>. Asimismo, es un contrato consensual, bilateral, oneroso y de tracto sucesivo.

El contrato no tiene carácter formal a pesar de que, por un lado, el artículo 79 ter II de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, imponga que los contratos celebrados con clientes minoristas consten por escrito; y que, por otro lado, el artículo 5.2 a) de 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 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 (y Norma 1ª de la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contratos tipo) establezca la obligación de utilizar un contrato tipo en relación con los mismos clientes<sup>(8)</sup>. Ello no obedece a otro motivo más que la voluntad del legislador de tutelar a la parte débil del contrato, pero sin que constituya un requisito de validez del contrato<sup>(9)</sup>.

(6) Una breve pero clara exposición de la evolución de los modelos de inversión hacia un modelo puro de heteroadministración, en SCHÄFER, «Vermögensverwaltung», en AA.VV., *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, dirigida por ASSMANN, y SCHÜTZE, Múnich, 1997, p. 1157.

(7) Solamente viene referido en la norma citada, y en cuanto al contenido mínimo del contrato tipo de gestión discrecional de carteras que los operadores financieros decidan utilizar, en las Normas 7ª y 9ª de la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contratos tipo.

(8) Vid., asimismo, el art. 62.1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

(9) También en este sentido, MADRAZO, «Los contratos de servicios de inversión», en AA.VV., *Los mercados financieros*, Valencia, 2013, p. 751; la exigencia de forma escrita y de contrato tipo es para IBÁÑEZ, «La contratación en el mercado de valores», en *Tratado de Derecho Mercantil*, dirigido por OLIVENCIA, FERNÁNDEZ-NOVOA y JIMÉNEZ DE PARGA, y coordinado por JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Madrid, 2001, p. 371 una manifestación del «neoformalismo contractual de la negociación del

Mediante un CGD el cliente busca una inversión profesional de su cartera de inversión<sup>(10)</sup>; una inversión delimitada por el mandato conferido y, en el marco del mismo, por un riesgo máximo conforme al perfil rentabilidad/riesgo que se determina en el inicio de la relación contractual<sup>(11)</sup> (a tal efecto se destina la llamada «evaluación de idoneidad» que, como deber precontractual para las empresas de servicios de inversión, establecen los apartados 5 y 6 del artículo 79 bis de la *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores* y el artículo 72 del *Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión*). No tiene el cliente intención de ejercitar actividad empresarial alguna, ni siquiera en común con la Sociedad Gestora (en adelante, la SG). El hecho, pues, de que sea una entidad gestora profesional a quien queda confiado el desarrollo de la gestión conectará la pretensión del cliente de lograr una inversión de riesgo controlado (en el sentido de perfil de riesgo máximo predefinido) con su propósito de no ejercitar activamente ninguna actividad de empresa. Sin voluntad de ejercitar actividad empresarial alguna, el fin de cada cliente se agotará en el otorgamiento de un encargo, más o menos amplio, a un profesional. Entre cada cliente de una SG y ésta sólo hay fines individuales que serán fruto de relaciones contractuales «de cambio»: el de cada cliente, que busca beneficiarse de la prestación de gestión, y el del gestor, que aspira a obtener la remuneración pactada<sup>(12)</sup>.

3. El presupuesto para que la inversión por medio de un CGD pueda encauzar un modelo de gestión diferenciado sobre una parte del patrimonio del cliente consistente en valores, efectivo e instrumentos financieros radica en revestir de la naturaleza de especial a esa porción de patrimonio en cuanto destinado a un fin específico de inversión (el patrimonio será denominado «cartera de inversión» en la redacción de la LMV).

Los diversos bienes que integran el patrimonio de inversión, independientes por naturaleza y con significación autónoma para el tráfico (valores mobiliarios de diferente tipo, dinero, etc.), formarán económicamente un todo unitario por su destino común. El esquema jurídico-patrimonial de un CGD gira, así, en torno a un patrimonio afectado a un determinado fin, de forma que el mismo se administra por medio de una

---

*mercado de valores, proteccionista del inversor presuntamente débil por su relativa ignorancia, indigencia y desinformación técnica respecto al profesional».*

(10) De forma unánime en la doctrina, *vid.* TAPIA HERMIDA, «El contrato de gestión de carteras de inversión», en *Instituciones del Mercado Financiero*, Madrid, 1999, pp. 5117, 5118 y 5127; CORTÉS, *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Madrid, 2004, p. 347; ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, 2000, pp. 697 y 698.

(11) Como dice ZUNZUNEGUI, *ob. cit.*, p. 698, se trata de «una gestión individualizada condicionada al conocimiento de los intereses patrimoniales del titular»; sobre ello también, SCHÄFER, *ob. cit.*, pp. 1162 y 1163, que correctamente entiende que el conocimiento del cliente no debe limitarse al inicio de la relación sino que se extiende a lo largo de su vigencia.

(12) Precisamente, la única obligación que contraen los clientes de un CGD es el pago de las comisiones que se establezcan en las condiciones contractuales.

neta «separación contable» respecto del resto del patrimonio del cliente. Esa «separación contable» no quiebra, de todos modos, el principio de responsabilidad patrimonial universal del cliente que suscribe un CGD. Éste responde frente a sus deudores con todo su patrimonio; también con el afectado a los fines de la inversión en el marco del servicio del CGD contratado (artículo 1911 del CC)<sup>(13)</sup>.

En relación con el patrimonio de la propia SG y con el del resto de clientes de la SG, la «cartera de inversión» sí presenta el rasgo propio de un patrimonio separado. En efecto, la cartera se administra y rige, con respecto a los patrimonios generales del resto de clientes y la SG, por unos regímenes de administración y responsabilidad diferenciados. A este respecto, la *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, en su artículo 70 ter f), dispone que las empresas de servicios de inversión «deberán mantener una separación efectiva entre los valores e instrumentos de la empresa y los de cada cliente. Los registros internos de la entidad deberán permitir conocer, en todo momento y sin demora, y especialmente en caso de insolvencia de la empresa, la posición de valores y operaciones en curso de cada cliente».

En su condición de patrimonio especial afectado a un fin concreto, la «cartera de inversión» quedará regida, en cuanto a su composición, por el principio de subrogación real<sup>(14)</sup>. Se establece, con ello, una eficacia real directa, de tal forma que a ese patrimonio especial, a esa unidad ideal que conforma la cartera de valores y efectivo, pertenecerá todo lo que, en el ejercicio de sus funciones, la SG adquiera con los bienes y derechos de tal patrimonio (dividendos, intereses, derechos de suscripción, el producto obtenido por la venta de activos, etc.) y todo lo que se reciba como resarcimiento de un derecho de ese patrimonio (se entiende que por destrucción, privación o daño de cualquiera de los que lo integren). Tales activos pasarán *ipso iure* a formar parte del patrimonio especial, siendo innecesario que se celebre un nuevo negocio jurídico que sirva a la transmisión mencionada<sup>(15)</sup>. El principio de subrogación real, aunque no señalado por el legislador sí debe entenderse vigente atendiendo a la naturaleza jurídica de la «cartera de inversión», se convierte, en este sentido, en un mecanismo idóneo para proteger la unidad e identidad patrimonial<sup>(16)</sup>.

4. Así pues, el cliente «hace aportación» de efectivo y valores para la conformación de un patrimonio mobiliario de carácter especial (la «cartera de inversión»),

(13) Vid. TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, p. 5152; ZUNZUNEGUI, *ob. cit.*, pp. 700 y 701, habla de un «patrimonio de afectación» que tiene la condición de «patrimonio separado» del patrimonio del gestor.

(14) Así también, ZUNZUNEGUI, *ob. cit.*, p. 701.

(15) Se produce, en definitiva, un acrecimiento del patrimonio especial, aunque no por voluntad de la SG.

(16) La cartera es, por tanto, un conjunto de bienes objetivo-patrimoniales de naturaleza jurídica heterogénea con una función instrumental a la inversión. Se incardina en la esfera de los objetos de derecho, tratándose, específicamente, de un bien patrimonial unitario con utilidad económica propia, integrado por diferentes bienes económicos de inversión (o derechos evaluables en dinero), que son los elementos de los que se servirá la SG para el desarrollo de su actividad empresarial. En un contexto como éste de relaciones jurídico-bilaterales, no existirá, pues, ninguna organización personificada alrededor de ese patrimonio objetivamente destinado a un fin.

y su relación con la SG se estructurará mediante una relación jurídica bilateral. Con la «realización de la aportación» antedicha se provee a la SG de los valores y efectivo correspondientes para que pueda dar inicio y desarrollar el negocio jurídico de gestión pactado. En definitiva, la suscripción del contrato, como conducta que manifiesta el consentimiento del inversor, representa una declaración de voluntad que viene acompañada de una «aportación patrimonial», como acto de provisión, para la ejecución de los actos de gestión.

Constituye el presupuesto básico para la prestación de la actividad gestión el que los valores y efectivo del cliente estén depositados en dos cuentas, una de dinero y otra de valores, en una entidad autorizada (entidad de crédito en todo caso; o entidad de crédito para el efectivo y entidad encargada de la llevanza del registro para los valores). La entidad depositaria se encarga, por tanto, de la recepción y custodia de los activos patrimoniales de la «cartera de inversión», llevando, a tal efecto, una cuenta corriente y una cuenta de valores. Tal y como se desprende del artículo 52 del *Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre*, las cuentas de dinero y de valores son titularidad del cliente, quien, en virtud del CGD, autoriza a la SG a disponer sobre los activos en ellas depositados o registrados<sup>(17)</sup>.

En un sistema de banca universal, conforme al cual los bancos pueden ejercer las actividades propias de las empresas de servicios de inversión, es frecuente que una sola entidad bancaria asuma la gestión y el depósito de los valores y efectivo que compongan la «cartera de inversión». En esos casos, el cliente suscribe tanto el CGD como los contratos de depósito de efectivo y de valores con el banco. Con todo, es posible que la SG y la entidad depositaria sean entidades diferentes. No obstante, también en estos supuestos las facultades dispositivas de la SG sobre los activos de las cuentas de dinero y valores se articulan mediante la autorización mencionada.

En atención, pues, a la estructura subjetivo-funcional expuesta, es premisa esencial para el desarrollo de un CGD que el cliente tenga previamente una relación jurídica de cuenta corriente bancaria (cuenta de efectivo) y una relación jurídica de depósito de valores (cuenta de valores). Este último, sin embargo, no se identifica plenamente con el depósito administrado del artículo 308 del Código de Comercio (en adelante, CCo), toda vez que se superpondría a la gestión que debe desarrollar la SG en el contexto del CGD. No es aventurado presumir, a este respecto, que el cliente que contrata un CGD lo hace en busca de una gestión dinámica de esa porción de patrimonio sometida a ese contrato, y no tanto una gestión de carácter conservativo, que es más propio del contrato de depósito administrado tipificado en el CCo<sup>(18)</sup>.

---

(17) TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, p. 5131, describe el CGD como una «operación jurídica compleja, generalmente compuesta por tres vínculos contractuales que son el contrato nuclear de gestión de carteras de inversión, y dos depósitos bancarios de dinero y valores o instrumentos de inversión accesorios al primero»; en un sentido parecido, CORTÉS, *ob. cit.*, p. 350, ZUNZUNEGUI, *ob. cit.*, pp. 699 y 702, e IBÁÑEZ, *ob. cit.*, p. 369.

(18) *Vid.* TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, pp. 5140, 5141, 5156 y 5157; es lo que también se colige de CORTÉS, *ob. cit.*, pp. 347 y 348.

5. La SG desempeñará la función de decidir sobre las inversiones de la cartera y la de desplegar las labores de administración relacionadas con dicha función en el contexto del mandato recibido del cliente. Ello se explica desde la disociación entre la titularidad de los valores y efectivo aportados y el ejercicio de los poderes administrativos y dispositivos sobre esos valores y efectivo (y, naturalmente, sobre los bienes que se adquieran con los mismos)<sup>(19)</sup>.

Ahora bien, el CGD no implica necesariamente una disociación terminante, toda vez que el cliente conserva facultades dispositivas sobre los activos de la cartera; facultades que son objeto de regulación o delimitación contractual en aras de un ejercicio coordinado de las mismas con la SG<sup>(20)</sup>. Además, pueden concertarse CGD en los que el cliente conserve amplias facultades de gestión de carácter director (es decir, la titularidad en las decisiones concretas de gestión), lógicamente siempre que no llegue a desnaturalizarse por completo la esencia del contrato. No puede desconocerse, sobre este particular, que la SG debe gozar de un margen de autonomía en la gestión que haga honor al calificativo de «discrecional» que define a dicho contrato<sup>(21)</sup>. Es decir, los mandatos de los clientes pueden tener una gradación e intensidad diferentes, pero la SG siempre tiene que ostentar unas mínimas facultades decisorias en las inversiones<sup>(22)</sup>. En todo caso, a la SG le está vedado desviarse del mandato o instrucciones del cliente<sup>(23)</sup>.

6. El negocio de gestión que vincula a la SG con el cliente encerraría una «relación fiduciaria entendida en sentido amplio»; esto es, una relación marcada por el elemento del *intuitus personae* o, más sencillamente, una relación de confianza<sup>(24)</sup>, que, a diferencia de la estricta fiducia, no instrumenta ninguna transmisión de la propiedad y,

(19) Mencionando también a esta disociación, *vid.* TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, p. 5118.

(20) La regulación contractual busca que no se superpongan negocios jurídicos sobre unos mismos activos (dobles ventas, etc.).

(21) *Vid.* también CORTÉS, *ob. cit.*, p. 349; TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, pp. 5129, 5130, 5137 y 5164 (en la página 5137 señala expresamente que «el gestor debe contar con un poder de iniciativa típico e inderogable», y en la 5164 dice que «el gestor de carteras debe gozar de una libertad de actuación mínima para poder tipificar su actividad como una gestión discrecional»); en un sentido parecido, ZUNZUNEGUI, *ob. cit.*, p. 698. En la doctrina jurisprudencial, *vid.* el Fundamento de Derecho Cuarto de la ya citada Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de julio de 1998.

(22) El elenco de funciones concretas de la SG vendrá preestablecido en el contrato, que no es sino el condicionado general técnico y con un contenido de cláusulas con el que la SG proveerá el ordenamiento definidor de la relación jurídica con el cliente. La libertad contractual del cliente (sobre todo, del que reviste la condición de minorista) suele ceñirse estrictamente a la posibilidad, mediante decisión individualmente adoptada, de adherirse incondicionadamente (o, en su caso, de no adherirse) a ese contrato, preformulado por la SG aunque con un contenido mínimo normativamente impuesto (sobre el contenido mínimo de los contratos tipo de gestión discrecional de carteras, *vid.* las Normas 7ª y 9ª de la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contratos tipo).

(23) Tal y como lo confirma la varias veces apuntada Sentencia del Tribunal Supremo de fecha 11 de julio de 1998.

(24) TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, p. 5128, habla, asimismo, de un «deber de actuación fiduciaria» por parte de la SG en el marco del «contrato de confianza» que representa el CGD; mencionando, igual-

además, estaría regulada y protegida, de un lado, por la normativa específica del mercado de valores (artículo 63.1 d) en relación con el artículo 70 ter f de la *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores* y el resto de normas de desarrollo), y, de otro, por la regulación general del CCo.

Al no producirse una transmisión, ni siquiera fiduciaria, de la propiedad de la «cartera de inversión» a la SG (recuérdese que está «depositada» a nombre del cliente en las cuentas de efectivo y valores abiertas al efecto), en el concurso de la SG, dicha cartera quedará fuera de la masa concursal; la SG no podría adquirir el pleno dominio sobre los bienes patrimoniales por usucapión; y, en relación con las adquisiciones de terceros, el que adquiriese de la SG lo haría de un «no dueño», con lo cual no adquiriría la propiedad (salvo que fuera de aplicación alguna de las normas de excepción de las adquisiciones *a non domino*)<sup>(25)</sup>.

Interesa aquí apuntar la nota caracterizadora del Derecho alemán en este aspecto de la ordenación de la titularidad. De modo similar a lo contemplado para los fondos de inversión, se proporciona una doble posibilidad de estructuración jurídico-real: de una parte, que el patrimonio de inversión pertenezca al cliente (*Vertretermodell*), y, de otra, que pertenezca fiduciariamente a quien lo gestiona (*Treuhandmodell*). El primer mo-

---

mente, una «relación de confianza», *vid.* CORTÉS, *ob. cit.*, p. 348; y en un sentido similar, ZUNZUNEGUI, *ob. cit.*, pp. 698 y 702.

(25) TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, p. 5145, apunta que, en la práctica (entendemos que alude a la española), el CGD también se ha estructurado mediante un negocio fiduciario. A nuestro juicio, sin embargo, traer a colación el negocio fiduciario puede presentar problemas, ya que entronca directamente con el elemento de la causa de los negocios. La doctrina que ha estudiado el negocio fiduciario se manifiesta en dos sentidos. Véase, por ejemplo, la calificación de causal en SIEBERT, *Das rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis. Ein dogmatischer und rechtsvergleichende Beitrag zum allgemeinen Treuhandproblem*, Marburgo, 1933, p. 147, para quien la relación jurídica obligatoria de la fiducia no sólo sirve al objeto de una delimitación del fin o al objeto de debilitar el contrato real celebrado, sino que contiene, al mismo tiempo, la causa para la justificación del poder jurídico del fiduciario, de manera que puede hablarse de una particular «*causa fiduciae*» (más ampliamente, *vid.* las pp. 34 a 44 y 146 a 212); en doctrina italiana profesa la tesis causalista GRASSETTI, «Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico», en *Riv. Dir. Comm.*, 1936, pp. 345 a 378, pp. 347, 364 a 378, al que en doctrina española siguen en su primer trabajo JORDANO BAREA, *El negocio fiduciario*, Barcelona, 1959, pp. 135 a 139 (aunque luego, con «Mandato para adquirir y titularidad fiduciaria (Notas sobre la sentencia del TS de 16-V-1983 a la luz de la doctrina del Prof. Castro)», en *ADC*, 1983, pp. 1435 a 1454, se desmarca de la teoría del doble efecto, pero mantiene su tesis causalista), NAVARRO, *La propiedad fiduciaria*, Barcelona, 1950, pp. 109 a 119, PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER, traductores y anotadores españoles de ENNECCERUS y NIPPERDEY, *Tratado de Derecho civil. Parte general, t. I-2º, vol. 1º*, con estudios de comparación y adaptación de PÉREZ GONZÁLEZ, y ALGUER, Barcelona, 1981, pp. 124, 125 y 134, y GARRIGUES, *Negocios fiduciarios en Derecho mercantil*, Madrid, 1976, pp. 27 a 43. Por el contrario, entre los defensores de la teoría abstracta del negocio fiduciario, cabe mencionar a CARIOTA-FERRARA, *I negozi fiduciari: trasferimento, cessione e girata a scopo di mandato e di garanzia; proceso fiduciario*, Padova, 1933, pp. 103 a 136, GRAZIANI, «Negozi indiretti e negozi fiduciari», en *Riv. Dir. Comm.*, 1933, pp. 415 y 416, y en doctrina española, PANTALEÓN, voz «Negocio fiduciario», en *EJB*, Madrid, 1995, pp. 4407 a 4409, para quien (y compartimos sus reflexiones) los negocios necesitarán de una causa justa, y en este caso, la transmisión de la propiedad no se encuentra justificada, ya que existe una desproporción entre el efecto jurídico deseado y la finalidad económica perseguida por las partes; además, califica la «*causa fiduciae*» como un artificio constructivo que pretende alcanzar el resultado de la teoría del doble efecto en un sistema causalista como el español.

delo se construye mediante una relación de prestación (arrendamiento) de servicios representativa que tiene por objeto la gestión de negocios. En virtud de esta relación, no hay una transmisión de bienes del inversor a la SG, pero a ésta se le conceden amplios poderes dispositivos (para ejercitarlos en nombre y por cuenta del inversor), recayendo de forma directa los efectos derivados de su actuación sobre el inversor-titular del derecho. El segundo modelo se canaliza mediante la *Vollrechtstreuhand* o fiducia romana, que radica en la transmisión (fiduciaria) de la propiedad para fines de gestión. En el aspecto de las relaciones externas, la SG tendrá, como titular jurídico-formal del patrimonio, un amplio poder de administración y disposición, mientras que en la relación interna frente a los inversores, se encontrará vinculada a la defensa de sus intereses (la transmisión fiduciaria implica que, a efectos de restitución, la SG se vea obligada a la devolución del «*tantundem*», lo que ha llevado a cierta doctrina a identificar este modelo con el contrato de depósito irregular)<sup>(26)</sup>.

Es cierto que cuando, conforme a la autonomía de la voluntad de los contrayentes, se configure la atribución de un encargo en términos cuasi-absolutos, la titularidad del cliente sobre la cartera parecería aproximarse a una titularidad de carácter más bien formal. Sin embargo, nunca puede concertarse un contrato mediante el cual se sustraiga al cliente de todas las facultades en materia de gestión y administración de la cartera; o de otro modo, no puede estipularse una delimitación de las facultades dispositivas que conforman el dominio del cliente. Por muy amplios que sean los términos del encargo conferido, el cliente no debe perder la condición de «*dominus negotii*», lo que se traduce en la posibilidad de ejercitar sobre su cartera de inversión las facultades de disposición que, en cada momento, estime oportunas; naturalmente, siempre conforme a la buena fe y previa comunicación a la SG.

7. El objeto del poder jurídico de gestión conferido a la SG está representado por un interés: el interés del cliente. La SG se encuentra obligada a emprender todas las actuaciones necesarias para que tal interés sea realizado; interés que, en su aspecto objetivo, como se ha avanzado, viene referido al patrimonio de inversión. Ello significa que el criterio que determina las actuaciones que deben integrarse dentro de la actividad de gestión consiste en la maximización del valor del complejo de bienes que conforman aquel patrimonio dentro del perfil de riesgo predefinido como máximo; claro está, entendiéndose que asume una obligación de medios con la diligencia exigible según la *lex artis* (lo que conlleva la atribución de una responsabilidad por culpa leve en concreto)<sup>(27)</sup>.

(26) Para una exposición de ambos modelos, *vid.* SCHÄFER, *ob. cit.*, pp. 1159 y 1160. Con todo, en el modelo fiduciario, a nuestro juicio, la posición del cliente, que en sí es jurídico-obligacional, adquiere naturaleza «cuasireal», por la notable protección jurídico-real que se le otorga al construirse también ese modelo fiduciario sobre un patrimonio que tiene carácter de especial/separado (a saber: el patrimonio no respondería de las obligaciones de quien gestiona; no se incluiría en su masa concursal; no podrían compensarse los créditos que terceros acreedores tuvieran en su contra con los créditos que perteneciesen a la cartera de inversión; y, además, regiría el principio de subrogación real).

(27) Sin perjuicio de que asume una obligación de medios, como dice TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, p. 5159, hay determinados factores que, en principio, serían aleatorios, pero no por ello deberían quedar al margen de la capacidad de control y previsión que ha de tener un gestor diligente. A este respecto, exis-

El encaje del contenido obligacional de la SG deberá buscarse en el negocio jurídico de gestión que cada cliente celebra con la SG y que cabe encuadrar dentro de la categoría general de los contratos de colaboración, como el contrato de mandato mercantil. El negocio jurídico de gestión o mandato constituirá el expediente idóneo para modelar técnicamente los poderes de administración y disposición que se confieren a la SG y ofrecer una adecuada protección de los intereses dignos de ser tutelados: los del cliente (sin perjuicio de los de los terceros de buena fe)<sup>(28)</sup>. Ahora bien, aun cuando la actividad de gestión que la SG está obligada a desarrollar pueda ser alojada bajo un mandato mercantil, debe advertirse que el contenido de la relación que la vincula con el cliente podría contribuir a ver en la SG una «comisionista cualificada»<sup>(29)</sup>.

ten determinadas operaciones en los mercados de valores y divisas que, precisamente, sirven para mitigar riesgos. ZUNZUNEGUI, *ob. cit.*, p. 703, refiere a una obligación de medios, pero considera que hay un incumplimiento de esa obligación cuando la SG «*obtiene un resultado significativamente peor que el de otros gestores que han operado en el mercado durante el mismo periodo*». No puede compartirse plenamente esta opinión, puesto que la obligación de medios está anudada a la diligencia exigible y ésta no tiene que medirse, necesariamente, con el resultado alcanzado por otros profesionales del sector en el marco del mismo contrato, y menos aún, en un mercado con un gran componente azaroso o aleatorio como es el de valores. En su caso, habría de compararse con el comportamiento o actuación de dichos profesionales, lo cual, eventualmente, puede quedar conectado al resultado alcanzado, pero no debería asumirse apriorísticamente una identificación absoluta. Por otro lado, hay cuestiones que no tendrían una respuesta sencilla. Por ejemplo, ¿cuántos profesionales del sector deberían actuar mejor para apreciar falta de diligencia en el gestor al que se está considerando? Otra cosa muy diferente es lo apuntado por TAPIA HERMIDA respecto de la implantación de mecanismos de control y prevención para que, pese a no comprometer un resultado, la SG mitigue riesgos y, de esa forma, no incurra en negligencia, y por tanto, en incumplimiento contractual. Al margen de todo ello, la SG puede comprometer la garantía de un resultado; así también IBÁÑEZ, *ob. cit.*, p. 373 y TAPIA HERMIDA, «Gestión de carteras de inversión», en AA.VV., *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid, 2001, p. 458; en doctrina alemana, refiriéndose a la obligación de medios, *vid.* SCHÄFER, *ob. cit.*, p. 1167, donde también apunta a todo aquello que se considera conforme a la diligencia que le es exigible.

(28) Constituye un hecho bien común el que sobre los patrimonios separados recaiga un poder de administración que sobrepase, en facultades, a las que correspondan a un simple administrador de intereses ajenos (así lo constatan PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER, en las anotaciones a ENNECCERUS, y NIPPERDEY, *Tratado de Derecho civil, Parte General, t. I-I<sup>o</sup>*, con estudios de comparación y adaptación de PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER, Barcelona, 1953, p. 603). Pero la amplitud del mandato no implica, necesariamente, orbitar sobre la categoría del negocio fiduciario (*vid.* GARRIGUES, *ob. cit.*, pp. 54 y 55). Y mucho menos, encajar la posición de la SG en una suerte de «derecho real de administración»; un derecho que contemplaría amplísimas facultades de administración y disposición en favor de la SG. Resulta excesivo al no existir ningún obstáculo para privilegiar la interpretación que favorezca el carácter negocial u obligacional del derecho creado. En España, concretamente, un derecho real instituido por Ley es el derecho de superficie (arts. 157 a 161 de la Ley del Suelo), pero ha consistido en un recurso indudablemente excepcional (sobre la atipicidad de los derechos reales y sobre la conveniencia de hacer prevalecer los efectos obligacionales, *vid.* Díez-PICAZO, *Fundamentos de Derecho civil patrimonial, t. III, Las relaciones jurídico-reales. El registro de la propiedad. La posesión*, Madrid, 1993, pp. 107 a 137). Hay que tener en cuenta que ni siquiera ha sido necesario superar el sistema cerrado de derechos reales para explicar el fundamento técnico de figuras como la administración concursal o el albaceazgo testamentario. Por lo tanto, tampoco habría razón de peso alguna para proceder aquí en otro sentido.

(29) También, hablando de mandato o comisión, *vid.* CORTÉS, *ob. cit.*, p. 348 y MADRAZO, *ob. cit.*, pp. 750 y 751; atribuyendo un carácter especial a esa comisión, sobre todo porque su contenido reviste mayor amplitud que el de la comisión contemplada en el CCo, *vid.* TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, pp. 5133 a 5135; IBÁÑEZ, *ob. cit.*, pp. 368, 369 y 373, y ZUNZUNEGUI, *ob. cit.*, p. 699.

Por lo demás, no debería existir problema alguno en configurar un mandato, como el que tiene por objeto la administración de un patrimonio, que canalice una prestación de servicios duraderos. Al igual que el arrendamiento de servicios, la relación jurídica creada en virtud de un contrato de mandato es, en muchos casos, una relación obligatoria de tracto sucesivo o duradera<sup>(30)</sup>. Lo denota el hecho de que pueda pactarse un mandato mercantil por un plazo determinado (recuérdese que una causa de extinción del contrato de comisión es la expiración del plazo por el que se estipuló)<sup>(31)</sup>.

En todo caso, y en razón de la naturaleza de esta relación de gestión de negocios ajenos, la SG deberá desempeñar sus tareas de manera leal, priorizando los intereses del cliente sobre los suyos propios, lo cual comporta que se le impida realizar operaciones innecesarias que tengan por exclusivo objeto el cobro de comisiones y que no redunden en beneficio del cliente<sup>(32)</sup>.

8. Conforme a lo sostenido, no pueden plantear mayor debate los efectos del régimen de representación en el que la SG actúa<sup>(33)</sup>. Hay que partir, primeramente, de un hecho cierto: no puede representarse a la «cartera de inversión» como tal, por carecer ésta de personalidad (ya que se trata de un mero patrimonio). A continuación, sobreviene la cuestión sobre si la SG actúa representando directa o indirectamente al cliente, es decir, si lo hace en nombre de éste o no, y en relación con ello, si los efectos de la gestión se producen de forma inmediata o mediata en la «cartera de inversión».

Pues bien, se observa que la SG actúa en el tráfico como entidad gestora de un cliente determinado, revelando el carácter abierto de la representación e identificando el concepto en virtud del cual actúa. Sin duda, puede hablarse, por ello, de una *contem-*

(30) Vid. ENNECCERUS y LEHMANN, *Tratado de Derecho civil. Derecho de obligaciones, t. II-2º, vol. 1º*, traducido y anotado por PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER, con estudios de comparación y adaptación a la legislación y jurisprudencia españolas por FERRANDIS, Barcelona, 1966, p. 589; HEDEMANN, *Tratado de Derecho Civil, vol. III, Derecho de Obligaciones*, ed. traducida por SANTOS BRIZ, Madrid, 1958, p. 428; LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts, Band II-Halbband I, Besonderer Teil*, München, 1986, p. 412.

(31) VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2005, p. 865, considera que en el sector del mercado de valores hay varias relaciones duraderas que se construyen sobre el contrato de comisión; la actividad propia de las empresas de servicios de inversión también la introduce ANGULO, «El contrato de comisión», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ (coord.), *Derecho mercantil, t. II*, Barcelona, 2004, pp. 267 y 268, dentro del contrato de comisión, pese a señalar, con anterioridad, que la comisión es de tracto instantáneo. TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, pp. 5135 y 5136, por su parte, cree que no hay una perfecta correspondencia entre el CGD y el mandato, por razón del elemento temporal y del régimen de las instrucciones; opina, por ello, que mejor que calificarlo como una comisión *sui generis*, habría de describirse el CGD como un «subtipo de la categoría de contratos de gestión de la inversión», equiparable al que existe en el modelo de inversión colectiva encauzado mediante un fondo de inversión.

(32) Vid. el art. 79.1 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre; también CORTÉS, *ob. cit.*, pp. 350 y 351, e IBÁÑEZ, *ob. cit.*, pp. 374 y 375.

(33) Brevemente sobre este aspecto en el Derecho comparado, vid. TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, p. 5134.

*platio domini*. En consecuencia, no deviene necesario un nuevo negocio jurídico entre la SG y el cliente para posibilitar que los efectos jurídico-económicos de los actos de gestión y administración recaigan de forma inmediata en la esfera jurídico-patrimonial de aquél. La SG no asume el riesgo y la responsabilidad patrimonial de los actos de gestión que, con motivo del poder dispositivo que ostenta, realiza sobre la «cartera de inversión». Los efectos patrimoniales de sus actos se trasladan directamente a la mencionada cartera. Precisamente por ese juego de la responsabilidad inmediata de la «cartera de inversión», la representación de la SG se sitúa en el marco de la directa o la gestión representativa<sup>(34)</sup>.

9. El CGD constituye un reflejo del desarrollo mismo al que ha derivado el propio sistema de economía de mercado con la institucionalización del principio de heteroadministración. proyecta, en definitiva, un modelo de gestión que gana cierta autonomía respecto del cliente-inversor, aunque sin una sustracción absoluta de sus poderes dispositivos. Y como forma de organización de una administración de bienes en interés de terceros, se ha erigido en una opción funcionalmente justificada; en razón, principalmente, a ese modelo de gestión profesional que articula. Representa una atractiva alternativa que permite una inversión sin implicación en el desarrollo de la actividad empresarial.

## B. Normas de conducta del gestor de carteras<sup>(35)</sup>

1. La cuestión debatida en la Sentencia que comentamos es una posible infracción del deber de transparencia e información en relación con la supuesta contradicción entre el perfil de riesgo seleccionado por el cliente y la autorización, dada asimismo en el contrato donde quedó reflejado dicho perfil, para la compra de algunos productos en principio no compatibles con el perfil determinado. El TS establece de forma contundente que existe una contradicción entre el perfil del riesgo y la naturaleza de las participaciones preferentes de Lehman Brothers adquiridas por la SG para un cliente de perfil de riesgo «muy bajo», y que esa circunstancia no fue debidamente puesta de manifiesto por quien debía hacerlo: la SG<sup>(36)</sup>.

Sin duda alguna, una buena parte de las afirmaciones que el TS hace en el penúltimo párrafo del Fundamento Jurídico Sexto de la Sentencia son pacíficas. Nadie puede

---

(34) La vigencia del principio de subrogación real se anudaría al hecho de que la SG actúa en régimen de representación directa.

(35) La Sentencia del TS afirma que pese a que el CGD carezca de una regulación de su aspecto jurídico-privado, hay normas regulatorias de los requisitos exigibles a las entidades que se dedican a la gestión de carteras de inversión (organización interna y código de conducta), y que dichas normas tienen una incidencia inmediata en el contenido jurídico-privado del CGD «*en aspectos tales como imparcialidad y buena fe exigibles al profesional en su relación con la clientela, nivel de diligencia en el cumplimiento de sus obligaciones, información que debe recabar de los clientes y que debe facilitar a los mismos, contratos tipo, publicidad de las tarifas, etc.*».

(36) Un supuesto similar viene recogido en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias de 14 de noviembre de 2006 (AC2007/1975); *vid.*, sobre todo, el Fundamento de Derecho Séptimo.

cuestionar que la normativa citada por la Sentencia (a la sazón, perfectamente aplicable al caso) obligaba a la SG (i) realizar la llamada «evaluación de la idoneidad» (es decir, a recabar información a sus clientes sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión de los clientes, y (ii) actuar de forma imparcial y de buena fe, con orden y prudencia, y siempre y en todo caso, cuidando de los intereses de los clientes como si fuesen propios (lo que se traducía en responder a la confianza que los clientes depositaron en ella con una dedicación y atención adecuadas).

Con respecto a la obligación de proporcionar a los clientes «una información clara y transparente, completa, concreta y de fácil comprensión» y que resalte los riesgos que cada operación conlleva, particularmente en los valores de alto riesgo, «de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata» (significada, igualmente, en la Sentencia que nos ocupa), tampoco suscitaría, a bote pronto, conflicto alguno. Sin embargo, el debate teórico está servido desde el momento en el que la CNMV, siguiendo los criterios de ESMA, diferencia el aspecto informativo del asesoramiento y la gestión discrecional. En relación con esta última, concretamente, se señala que «*dado que el gestor realiza el seguimiento del ajuste de la cartera gestionada a los objetivos de inversión y situación patrimonial del cliente, puede no ser necesario que el cliente cuente con los conocimientos y experiencia para comprender en toda su dimensión la naturaleza y riesgos de cada uno de los instrumentos implicados*»<sup>(37)</sup>. Esta aseveración (cierto es que hecha con posterioridad a la suscripción de las preferentes de Lehman Brothers) parece chocar frontalmente contra el estricto criterio que marca la Sentencia objeto del presente comentario.

¿Hasta dónde llegaba, pues, la obligación de información de la SG? Indubitablemente, todas las normas citadas por la Sentencia [a saber: el artículo 79.1 a) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; el artículo 11.1 de la Directiva 1993/22/CEE, de 10 de mayo (LCEur 1993, 1706), sobre servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables; el artículo 5 del anexo del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo sobre Normas de actuación en los Mercados de Valores y Registros Obligatorios; y el artículo 9.1 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 25 de octubre de 1995 (RCL 1995, 3013), que desarrolla parcialmente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo de 1993, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios] refieren a una obligación de transparencia e información teñida de especial rigor. No parece haber margen para concesiones ni rebajas. Y, de he-

---

(37) Vid. CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, de fecha 17 de junio de 2010, p. 16; en el mismo sentido, *vid.* las recientes *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID*, publicadas por ESMA (European Securities and Markets Authority), con fecha 25 de junio de 2012, p. 9, donde se indica que «*en el caso de gestión discrecional de carteras, dado que es la empresa quien toma decisiones de inversión por cuenta del cliente, el nivel de conocimientos y experiencia que este necesita respecto a todos los instrumentos financieros que pueden llegar a formar parte de la cartera podrá ser inferior al nivel que el cliente debería tener en caso de recibir asesoramiento en materia de inversión. No obstante, incluso en este caso, el cliente deberá entender al menos los riesgos totales de la cartera y poseer conocimientos generales sobre los riesgos vinculados a cada tipo de instrumento financiero que pueda ser incluido en la cartera. Las empresas deberían conocer y comprender muy claramente el perfil de riesgo del cliente*».

cho, el que esta información tenga que ser más o menos rigurosa o intensa que la prescrita en el marco del contrato de asesoramiento no se asienta en ninguna norma legal, al tiempo que, a primera vista, tampoco concilia con la voluntad del legislador (tanto comunitario como nacional), que propende a lo largo de estos últimos años a exigir la (susceptibilidad de) comprensión por el inversor de los productos financieros y de las operaciones realizadas sobre ellos por el intermediario financiero, así como de los riesgos que conllevan.

Ciertamente, la utilidad o funcionalidad del CGD pivota sobre la presunción de una (apriorística) falta de capacitación técnica del cliente para adoptar decisiones de inversión sobre su cartera de valores y la compensación de esta carencia mediante la atribución a la SG de una autonomía (en mayor o menor grado) de decisión<sup>(38)</sup>. Sin embargo, las normas mentadas tratan de garantizar al cliente información y transparencia, e incluso, la comprensión de los riesgos de cada producto antes de su suscripción. Sólo, pues, mediante una estricta observación de ellas podría juzgarse que la SG actuó conforme a Derecho en las inversiones realizadas por cuenta de los clientes. El punto 3 del artículo 5 del Anexo del *Real Decreto 629/1993* antes mencionado señala, a este respecto, que «*La información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata. Cualquier previsión o predicción debe estar razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos*». Como se desprende sin dificultad de su literalidad, el texto confirma que los clientes deberían conocer con exactitud («(...) de forma que el cliente conozca con precisión (...)») aquello que la SG contrata por su cuenta<sup>(39)</sup>.

Aparentemente, con todo, este criterio se aparta del más flexible contemplado en el artículo 19.3 de la *Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, 21 de abril (MIFID), relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo*, donde lo que lo que estrictamente debe comprometer a la SG es la transmisión a los clientes de una información comprensible con advertencias adecuadas sobre los riesgos que permita, «*en lo posible*», entender los instrumentos financieros de las ope-

---

(38) ALFARO, «Gestión discrecional de carteras: prevalece el perfil de riesgo del cliente sobre la autorización expresa para adquirir determinados valores y una coda sobre las preferentes», en <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2013/06/gestion-discrecional-de-carteras.html>, sostiene que «*Al cliente hay que preguntarle por el tipo de inversión que desea realizar pero no se libera de su responsabilidad como mandatario el banco que pregunta al cliente si le parece bien que compre para su cartera unos valores u otros*».

(39) Lo mismo puede colegirse del texto actual del art. 79 bis 3 de la *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, cuando dice que «*A los clientes, (...) se les proporcionará, de manera comprensible, información adecuada sobre (...) los gastos y costes asociados de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y el tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa*».

raciones en cuestión. Redactándose la norma nacional de forma que cumple con mayor rigor lo prescrito por la Directiva (que es de fecha posterior), no hay duda de que habrá de atenerse a la norma interna para determinar el criterio exigible.

Por razón de cuanto antecede, consideramos que las conclusiones que, sobre el cumplimiento del deber de información, manifiesta el TS serían ajustadas al caso resuelto en la Sentencia si no fuera porque, en realidad y conforme a los testimonios recogidos en la Resolución de la Audiencia Provincial, consta que los clientes fueron varias veces informados sobre el mecanismo de rentabilidad del producto y los riesgos de la inversión elegida; e incluso, con posterioridad a su realización, sobre la evolución, tanto en los momentos favorables como en los no favorables, de la misma. Que los clientes hubieran comprendido o no los riesgos difícilmente puede llegar a saberse con exactitud, por cuanto la comprensión, a falta de mandato legal que establezca la obligatoriedad de pruebas que sirvan para mostrarla o demostrarla para cada inversión proyectada, es una cuestión de orden psicológico-interno que sólo podría llegar a conocerse con la exteriorización que los propios clientes hicieran con sus manifestaciones sobre este particular (en verdad, para este problema, la previa evaluación de idoneidad no parece un instrumento demasiado fiable)<sup>(40)</sup>. Pero si se admite que la SG hubo proporcionado (ya fuera electrónicamente, ya de otra manera) información precontractual sobre las preferentes, centrada, sobre todo, en el aspecto de la rentabilidad, y además, se explicaron repetidamente los riesgos, bien podría llevar a concluirse que la SG cumplió con su obligación activa de suministro de información apropiada.

Sin embargo, el TS no lo considera suficiente para exonerar de responsabilidad a la SG, puesto que, para un supuesto de CGD, la obligación exigible a la SG estaría reforzada de forma tal que la SG tuvo que haber perseverado en informar a los clientes que las preferentes no armonizaban –a juicio del Tribunal– con su perfil de riesgo. Probado el hecho de que la SG advirtió varias veces sobre el tipo de producto que se adquiriría, resulta, no obstante, complicado adivinar cuál es el nivel de insistencia o perseverancia exigible que el TS entiende como suficiente o apropiado (aunque tampoco queda demasiado claro si la insuficiencia es cuantitativa o cualitativa<sup>(41)</sup>).

(40) En relación con esto, las directrices de ESMA no pueden ser más reveladoras: «Las empresas de inversión deberían adoptar medidas para asegurarse de que el cliente comprende el concepto de riesgo asociado a la inversión y la relación entre el riesgo y el rendimiento de las inversiones. Para facilitar la comprensión por parte del cliente del riesgo asociado a la inversión, las empresas deberían estudiar la conveniencia de utilizar ejemplos ilustrativos y comprensibles de los niveles de pérdidas que se pueden producir en función del nivel de riesgo asumido, y deberían comprobar la reacción del cliente ante tales escenarios. Se debería poner en conocimiento del cliente que la finalidad de estos ejemplos, así como de su reacción ante los mismos, consiste en determinar la actitud del cliente frente al riesgo (su perfil de riesgo) y, en consecuencia, los tipos de instrumentos financieros (y los riesgos asociados) idóneos»; vid. ESMA (European Securities and Markets Authority), «Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID», *ob. cit.*, p. 5.

(41) Por de contado, compartimos la denuncia del TS sobre la utilización de textos preestablecidos con términos vagos e imprecisos [«Se observa además que los términos empleados en el contrato para advertir al inversor del riesgo de determinados productos no cumplen las exigencias de claridad y precisión en la información. Contienen vaguedades (...) o declaraciones no de voluntad sino de conocimiento que se revelan como fórmulas predispuestas por el profesional vacías de contenido real al resul-

2. Ahora bien, en este punto se nos presenta una cuestión conflictiva, que reviste, sobre todo, carácter económico-financiero. El TS da por descontado que las participaciones preferentes de Lehman Brothers eran unos valores de alto riesgo. Pero, en esos años previos a la crisis desatada, precisamente, tras la quiebra de dicha entidad, ¿cuál era la opinión del sector financiero? Porque no sería de extrañar que el Alto Tribunal se haya dejado llevar por la actual marea de opinión crítica sobre estos productos para resolver tan contundentemente sobre este particular<sup>(42)</sup>.

Evidentemente, cabrían calificarse como valores de alto riesgo si su emisor pudiera atravesar problemas de solvencia y ese hecho fuera conocido o cognoscible (con el empleo de la diligencia exigible, según el caso); y enlazando con la solvencia, si la posición en la que quedara el inversor en la masa de acreedores, caso de hacerse realidad esa situación de insolvencia, fuera de carácter subordinado<sup>(43)</sup>. Pero resulta incuestionable que este aspecto de la solvencia de Lehman Brothers nunca fue controvertido, al punto que sus emisiones gozaron de una muy alta calificación crediticia («*investment grade*» o «grado de inversión»), comparable a la otorgada a las emisiones de algunos estados soberanos del mundo desarrollado; al menos hasta cuando quebró.

Téngase presente que la calificación crediticia constituye un elemento de valoración del riesgo de crédito por todos admitido para acometer inversiones en los mercados de capitales. Hoy en día, a pesar de la polémica suscitada por las agencias de calificación tras la quiebra precisamente de Lehman Brothers (15 de septiembre de 2008), la calificación crediticia de las emisiones y los emisores constituye una variable de la que el propio legislador (comunitario y nacional) se sirve para determinar el riesgo de crédito inherente a las inversiones. Como ejemplo, basta citar el hecho de que los fondos de inversión de vocación monetaria (es decir, fondos de inversión de menor riesgo) deben invertir en emisiones con una calificación crediticia mínima (por cierto, inferior que las que, por 2007, tenían las de Lehman Brothers).

Por otra parte, el segundo elemento clave para evaluar el riesgo de los valores en cuestión debía gravitar sobre la liquidez. El riesgo de liquidez, sin embargo, presenta gradaciones diferentes en el tiempo. Está muy condicionado por el marco temporal y de mercado. Si bien por todos es admitido que, antes de 2008, las expectativas manejadas en cuanto a la alta probabilidad de liquidar la inversión en participaciones preferentes de forma inmediata y en condiciones ventajosas para los clientes eran muy ciertas, pese a

---

*tar contradichas por los hechos (...)*]. Pero, según la testifical no revocada en la Audiencia, parece que la información proporcionada alcanzó un mayor nivel de detalle y no se redujo a meras declaraciones de conocimiento vacías de contenido real.

(42) Tal vez no esté de más anotar que el estado de opinión actual se produce en un determinado contexto geográfico-temporal de crisis económico-financiera que no coincide con el de la suscripción de las preferentes de Lehman Brothers

(43) En un sentido parecido, ALFARO, «Gestión discrecional de carteras: prevalece el perfil de riesgo del cliente sobre la autorización expresa para adquirir determinados valores y una coda sobre las preferentes», en <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2013/06/gestion-discrecional-de-carteras.html>.

no haber un mercado organizado de cotización de las mismas. Nada, en principio, hacía presagiar un cambio radical de escenario, y menos aún, una quiebra de uno de los bancos de inversión a la sazón más importantes del mundo (Lehman Brothers)<sup>(44)</sup>.

Por el contrario, las recientes emisiones de preferentes de las entidades crediticias españolas descubrían un riesgo de crédito y de liquidez altísimos, dadas las condiciones de solvencia y de mercado existentes y las grandes probabilidades de pérdidas (como intuía incluso el propio regulador cuando en 2008 detectó el problema). Su emisión y posterior comercialización por los propios emisores ponían de manifiesto unas sospechosas necesidades imperiosas de financiación (todo ello facilitado por el marco legal sobre «computabilidad» de recursos propios), que sí fue advertida por parte del sector financiero y que, por esa razón, declinó comprarlas y distribuir las. Pero antes de 2008, la alta liquidez de este tipo de inversiones era unánimemente reconocida<sup>(45)</sup>.

Entendemos, por todo ello, que el TS no puede dar por sentada, sin mayor explicación o justificación, la valoración del riesgo que hace (riesgo alto). La información pública disponible, incluyendo la calificación crediticia de Lehman Brothers, llevaba casi sin remisión a todo el mercado de distribuidores e intermediarios a aceptar la conclusión contraria<sup>(46)</sup>. El mecanismo de la «sustitución hipotética», como instrumento para enjuiciar por comparación la diligencia exigible al deudor en la valoración de esas circunstancias, proporcionaría un resultado claro: si no todas, prácticamente todas las entidades financieras actuaron sobre la base de los mismos escenarios de riesgo. Con ello, un elemento medular de imputación de responsabilidad quedaría diluido por completo<sup>(47)</sup>.

Por lo demás, el desconocimiento de la solvencia del inversor no es un argumento ajeno para nuestros tribunales. Lo aduce, concretamente, en relación con un supuesto similar, la Sala de lo Civil y Penal del Tribunal Superior de Justicia de Navarra, en su Sentencia de 22 de noviembre de 1999, en la que desestima la responsabilidad del gestor que compró unos pagarés, por ser desconocidas las dificultades financieras de las empresas emisoras de los mismos.

(44) Algo que también se reconoce, por ejemplo, en la Sentencia del Juzgado de Primera instancia núm. 11 de Valencia, 5/2010, de 8 de enero, en un caso similar de distribución de bonos de Lehman Brothers; o en la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 87 de Madrid, 40/2010, de 2 de marzo.

(45) Véase, por ejemplo, lo sostenido por el Defensor del Pueblo, en el informe titulado «*Estudio sobre participaciones preferentes*», publicado en marzo de 2013, p. 18 (refiriéndose a las preferentes que se emitieron en España hasta 2008).

(46) No deja de ser revelador que dichas preferentes también fueron distribuidas a muchos inversores institucionales o profesionales.

(47) Piénsese que la eficiencia de los mercados de valores, como la de cualquier otro mercado, pivota sobre la permanente posibilidad de ganancias y pérdidas y la distribución de las mismas entre todos los agentes participantes. Ahí radica la esencia de un mercado de intercambio de bienes. Si todos ganaran, no se daría el presupuesto configurador de un mercado eficiente, y, justamente, ese juego de las ganancias y pérdidas de unos y otros en los mercados de valores y capitales es consecuencia inmediata de las inversiones realizadas con el uso y manejo de la información que los emisores y las agencias de calificación publican.

Así pues, determinándose el riesgo global de las participaciones preferentes de Lehman Brothers conforme a la combinación entre el riesgo de crédito (y en conexión con ello, al carácter de la deuda; o de otro modo, a la posición del inversor en la masa de acreedores en una eventual quiebra del emisor) y el riesgo de liquidez al tiempo de la suscripción de tales valores (julio de 2007), tal vez no esté tan fundamentado atribuirles un riesgo global alto<sup>(48)</sup>; y, por esa razón, esa contradicción manifiesta que observa el TS entre el perfil de los clientes y la autorización que conceden para comprar esas preferentes bancarias no lo sea tanto.

3. Con todo, y sin perjuicio de lo dicho anteriormente, debe tomarse en consideración que la elección de un perfil por el cliente no obsta para incluso asumir inversiones de mayor riesgo, siempre que representen un porcentaje que no desnaturalice el perfil global de la cartera de inversión. No habría, por ello, ningún incumplimiento contractual ni contradicción alguna si se optara por invertir en valores de mayor riesgo al amparo de una cartera cuyo riesgo global, no obstante, se ajustara al correspondiente al perfil del cliente. El TS, en cambio, parece adoptar una posición ambivalente: primero, no admite esa posibilidad al estimar que se incurre en una contradicción<sup>(49)</sup>, pero más adelante parece que sí, con la condición de que se informe suficientemente sobre esa circunstancia<sup>(50)</sup>.

Bien es cierto que, asumiendo la tesis positiva, tal vez haya más incertidumbre que certeza, ya que no se ha establecido un criterio legal ni jurisprudencial, por un lado, sobre lo que se considera información suficiente conforme a la diligencia exigible a la SG; y por otro lado, sobre los porcentajes máximos de inversiones de mayor

---

(48) Sobre la necesidad de hacer una valoración global de los riesgos, *vid.* SCHÄFER, *ob. cit.*, p. 1166.

(49) El Alto Tribunal sostiene lo siguiente: «*En primer lugar, no se suministra una información completa y clara al inversor ni se actúa de buena fe cuando en el contrato existe una contradicción evidente entre la respuesta que da el inversor cuando se le pregunta por su perfil de riesgo y la elección de los valores en que se puede invertir. Los demandantes optaron por un perfil de riesgo "muy bajo", que era el más conservador de los cinco posibles. Si la empleada del banco que les atendió marcó a continuación, y tras preguntar a los clientes, en las casillas que posibilitaban invertir en valores de riesgo elevado (pues marcó todas las casillas salvo la residual de "cualesquiera contratos u operaciones...")*, es evidente que existe una contradicción no explicada ni resuelta. Es significativo que en la cláusula del contrato relativa al perfil de riesgo, tras indicar a qué responde cada uno de los perfiles posibles (de "muy bajo" a "muy alto") se añada: "además, se tomarán en cuenta los activos seleccionados en la cláusula cuarta [valores a contratar], de modo que sea coherente el perfil inversor y las operaciones que pueden realizarse". En este caso, la incoherencia es palmaria y no ha sido justificada».

(50) Es lo que cogimos del siguiente párrafo: «*No se acepta la tesis de la sentencia de la Audiencia Provincial que justifica la corrección de la actuación de BBVA en que la normativa reguladora del mercado de valores no impide a clientes conservadores solicitar inversiones en productos de riesgo. Lo relevante es que ese plus de buena fe y diligencia a observar por la empresa que actúa en el mercado de valores exige que ésta ponga de manifiesto al cliente la incoherencia existente entre el perfil de riesgo elegido (que por los términos en que se define, riesgo muy bajo, bajo, medio, alto o muy alto, es fácilmente comprensible) y los productos de inversión aceptados por el cliente (productos cuya comprensión cabal exige conocimientos expertos en el mercado de valores) y de este modo asegurarse que la información facilitada al cliente es clara y ha sido entendida».*

riesgo en carteras con riesgo global inferior (en otras palabras, no se dice cuándo inversiones de mayor riesgo «contaminan» carteras de riesgo global inferior)<sup>(51)</sup>.

Por lo demás, no puede perderse de vista que en el CGD el cliente es el principal o mandante y que, en razón de su condición, ostenta la facultad de ordenar, durante toda la vida de la relación contractual, la compra de cualquier instrumento financiero<sup>(52)</sup>. Esto no significará que se deje en sus manos la llamada «evaluación de la idoneidad»<sup>(53)</sup>. Dicho examen es responsabilidad de la entidad financiera, pero ello no supone un obstáculo para que el «*dominus negotii*» otorgue los mandatos que, en cada momento, juzgue pertinentes; y si esos mandatos implicasen la «contaminación» del criterio general de inversiones, la SG debería proporcionar un nuevo ejemplar de contrato en el que quedasen amparadas las nuevas inversiones proyectadas<sup>(54)</sup>.

En el supuesto que nos atañe, desconocemos si se produjo una contaminación del perfil y del criterio general de inversiones de la cartera y si, por esa circunstancia, la SG incumplió la obligación de reflejar contractualmente dicha novación de los términos iniciales del contrato. Al margen de que la omisión de esa formalidad pudiera conllevar algún tipo de responsabilidad de la SG, el TS acota el objeto del litigio a una supuesta infracción

(51) En la práctica de mercado, para determinar el porcentaje máximo con el que no quedaría contaminado el perfil de la cartera, suelen utilizarse mecanismos de todo tipo. El más sencillo consiste en asignar a cada activo un riesgo en forma de número (creciente a mayor riesgo), y a continuación, haciendo el cálculo de cuánto representa, obtener el riesgo global de la cartera de inversión. SCHÄFER, *ob. cit.*, p. 1164, defiende que se ganaría en seguridad fijando contractualmente la posibilidad de inversión de porcentajes determinados en determinados tipos de activos.

(52) Como correctamente señala el TS en el último párrafo del Fundamento Jurídico Sexto: «*La empresa que gestiona la cartera del inversor ha de seguir las instrucciones del cliente en la realización de operaciones de gestión de los valores de la cartera (...). Las indicaciones del cliente sobre su perfil de riesgo y sus preferencias de inversión desempeñan una función integradora del contenido del contrato, fundamental en el caso del mandato (arts. 1719 del Código Civil (LEG 1889, 27) y 254 y 255 del Código de Comercio (...), haciendo la función de instrucciones al gestor para el desarrollo de su obligación básica*».

(53) Igualmente, ESMA (European Securities and Markets Authority), «Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID», *ob. cit.*, p. 6, «*La evaluación de la idoneidad es responsabilidad de la empresa de inversión. Las empresas deberían evitar declarar o dar la impresión de que es el cliente quien decide sobre la idoneidad de la inversión, o que es el propio cliente quien define los instrumentos financieros que se ajustan a su propio perfil de riesgo. Por ejemplo, las empresas no deberían indicar al cliente que un instrumento financiero determinado ha sido elegido por el cliente por considerarlo idóneo, ni deberían solicitar la confirmación del cliente de que un instrumento o servicios son idóneos*».

(54) De hecho, el modelo normalizado (elaborado con arreglo a la Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la CNMV) que todas las entidades utilizaban para la contratación, también en el caso que nos ocupa, se recoge una cláusula (apartado 3 de la cláusula primera) en la que se señala que «(...) el cliente a lo largo de la vigencia de este contrato, podrá modificar, sustituyéndolo por otro de los previstos en el expositivo de este contrato, el criterio de inversión que en su momento haya indicado. A tal efecto deberá cursar las correspondientes instrucciones a la entidad, que las ejecutará tan pronto como las condiciones del mercado y los activos de la cartera lo permitan». Lógicamente, el supuesto de un cliente muy intensivo impartiendo órdenes no concilia demasiado bien con un CGD, pues la evaluación de idoneidad decaería por inservible. Con este tipo de clientes, el servicio de inversión que procede es el que se conoce como de «sólo ejecución» (art. 63.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores).

del deber de información sobre lo que, a su juicio, constituye una contradicción. Con todo, se olvida de concretar aquello que viene recogido como principio (que, por otra parte, se acepta por todos); y con esa omisión no puede comprenderse bien su alcance<sup>(55)</sup>.

4. Lo que no se presta a mucha discusión es la consideración de las participaciones preferentes (fueran de Lehman Brothers, fueran de otros emisores) como un producto complejo; al menos en Europa, desde la promulgación de la *Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, 21 de abril (MIFID), relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo*<sup>(56)</sup>.

Conviene, sin embargo, subrayar que la complejidad no tiene una necesaria vinculación con el riesgo (piénsese en un depósito estructurado con capital garantizado). Aquélla constituye una cualidad estática que se mantiene en el tiempo, mientras que el riesgo es cronológicamente variable. Pese a ello, el TS parece en algún momento referirse a la complejidad y al riesgo como un binomio de relación necesaria<sup>(57)</sup>.

5. Llegados a este punto, nos sobreviene la siguiente pregunta: ¿no podría pensarse que, sin perjuicio del carácter conservador de los clientes, también pudieron albergar pretensiones de mayor rentabilidad en un producto que por todos era considerado «de renta fija» (y que, por esa razón, autorizaron inversiones de diferente naturaleza)<sup>(58)</sup>? Es momento, pues, de referirnos a la interpretación de la voluntad contractual, en la que adquieren una relevancia primordial todas las circunstancias y actos de los contratantes.

Debe comenzarse por apuntar que, dadas las circunstancias subjetivas concurrentes en el caso, resulta difícil aceptar tajantemente que la SG hubiera explotado una eventual debilidad en la voluntad de los clientes. Conviene no desdeñar que el CGD es un servicio de inversión destinado a clientes de banca privada y que uno de los demandantes tenía la condición de empresario; bien es cierto que de la construcción, pero aunque no perteneciera al sector financiero, tampoco hay que presumir forzosamente en él, como lo hace el TS, una ausencia de conocimientos profundos sobre productos

---

(55) Vid. LARENZ, *Derecho Justo. Fundamentos de Ética Jurídica*, traducido por DíEZ-PICAZO, Madrid, 1985, p. 36.

(56) Vid. el art. 19.6 de la citada Directiva; por el contrario, para ALFARO, «Gestión discrecional de carteras: prevalece el perfil de riesgo del cliente sobre la autorización expresa para adquirir determinados valores y una coda sobre las preferentes», en <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2013/06/gestion-discrecional-de-carteras.html>, los títulos representativos del capital de una compañía o representativos de deuda no revisten el carácter de complejos (refiriéndose a las participaciones preferentes).

(57) Al final del Fundamento Jurídico Séptimo dice así: «*La condición de asesor laboral y contable de empresas de construcción que tenía este asesor no presupone conocimientos avanzados sobre los riesgos específicos de productos financieros y valores negociables complejos como los contratados por BBVA por cuenta de los demandantes (...)*».

(58) Con una leve mirada hacia atrás, se observa que, allá por 2007, las preferentes eran una atractiva alternativa para el inversor de renta fija que deseaba obtener una rentabilidad mayor que la remuneración que daban los depósitos.

financieros; máxime cuando, junto con la otra demandante, dispone de un importante patrimonio invertido en instrumentos financieros de diverso tipo: depósitos bancarios, fondos de inversión e, incluso, un depósito estructurado (que se sepa, éstos solamente en el grupo bancario de la empresa demandada). Ello, sin duda, denota que los clientes son conocedores de activos financieros de diferente naturaleza y complejidad. Además, nada impide que una empresa de derribos pueda adquirir la condición de cliente profesional a efectos de la normativa del mercado de valores (claro está, siempre que cumpla con los requisitos exigidos). La dedicación a una actividad empresarial ajena al mercado de valores no es óbice, pues, para que el sujeto que la desarrolle sea, al mismo tiempo, conocedor o incluso experto en dicho mercado.

Con todo, entendemos que ni siquiera hace falta ser un experto financiero para comprender la naturaleza y los riesgos de las participaciones preferentes, ya que cualquier guía de la CNMV dirigida al público los expone de forma sencilla. Aducir por quienes tienen un mínimo de cultura financiera (como resulta de los antecedentes del caso) que no entienden algo que se define como un instrumento de deuda de carácter perpetuo, que no otorga derechos políticos (a diferencia de las acciones), que paga cupones periódicos si el emisor obtiene beneficios y que su liquidez depende de las condiciones de mercado, resulta poco creíble. No puede pasarse por alto, de otro lado, que los clientes se hicieron acompañar de un asesor contable. Aunque para el TS, por juzgarla insuficiente, la información proporcionada no concilia con la diligencia y profesionalidad normativamente exigida a la SG, y ello, a pesar de la presencia del asesor en el momento de contratación de las preferentes.

En consecuencia, si se considera que los clientes fueron informados del mecanismo de rentabilidad y, asimismo y varias veces, del tipo de riesgo inherente a este instrumento financiero (sin perjuicio del cuestionamiento sobre el carácter del riesgo arriba relatado), decaería la eventual creencia de que existió un momento subjetivo consistente en la explotación de una supuesta debilidad. No es arriesgado colegir de los actos que los clientes apreciaron convenientemente su interés, al estar en situación de decidir aquello que consideraron más oportuno. Es decir, la autodeterminación de los clientes pudo haberse realizado plenamente, ya que de forma libre hicieron uso de su capacidad, sin que hubiera concurrido (aparentemente) causa alguna que les hubiera impedido valorar la conveniencia y la ordenación justa de una eventual y futura relación jurídico-contractual con la SG.

Al margen de todo ello, es preciso notar que los clientes siempre tuvieron la posibilidad de solicitar toda aquella aclaración que hubiesen estimado oportuna para profundizar sobre el producto financiero en cuestión<sup>(59)</sup>; máxime si, como ahora se justifica, se estimaba complejo. La confianza existente no exime al cliente bancario de guardar un mínimo de comportamiento diligente<sup>(60)</sup>. En operaciones como ésta, con importes

(59) Esta disponibilidad de la SG es también reconocida por el TS, a la que denomina una obligación pasiva o «de mera disponibilidad».

(60) En el mismo sentido se pronuncia la Sentencia del Juzgado de 1ª Instancia núm. 3 de Alicante de 1 de marzo de 2011, o la Sentencia de Juzgado de Primera Instancia núm. 2 de Bilbao de 17 de marzo de 2011, que muestra la irrelevancia de la confianza que se pueda tener con el personal del banco a la hora

tan relevantes de dinero destinados a activos financieros de cuyas características, más tarde, se alegó desconocimiento, debiera haberse observado un mínimo imprescindible de diligencia (la ordinaria exigible en el tráfico), ya que la entidad financiera no tenía ningún deber moral de arrogarse una posición de absoluto paternalismo que compensase la inacción de los clientes (clientes, adviértase, del segmento de banca privada)<sup>(61)</sup>. Los deberes que se comprometen son los exigidos por la norma; ni más ni menos. Y de la relación de hechos podría desprenderse que la actuación de la SG, en relación con los deberes de transparencia, no se agotó en un mero preaviso informativo; quizá, sin violencia, podría sostenerse que su conducta se ajustó incluso a lo ordenado para el comisionista en el artículo 255 del CCo<sup>(62)</sup>.

Tampoco, por otro lado, debe obviarse un dato esencial que, sin embargo, el TS no toma en suficiente consideración para interpretar la voluntad contractual. Se trata, en concreto, del hecho de que al mismo tiempo que se adquirieron participaciones de Lehman Brothers, también se compraron participaciones preferentes de BNP. La información proporcionada en uno y otro caso sobre el producto fue igual, pero, paradójicamente, los clientes no incluyeron en su demanda pretensión alguna respecto de este valor, lo cual constituye una auténtica contradicción (por cuanto lo predicable de uno debería extenderse al otro en términos idénticos)<sup>(63)</sup>.

---

de establecer cuál debe ser la diligencia del contratante de conocer aquello que suscribe. En concreto, la última sentencia señala lo siguiente: «Aun dando por acreditada la buena relación del representante de la actora con el director de la sucursal bancaria, y un cierto nivel de confianza en su criterio, tal circunstancia no puede justificar per se que una persona con la capacidad y conocimientos del demandante (en su condición de titulado superior y empresario medio, que debe velar por el buen funcionamiento de su negocio) firme hasta cuatro contratos sin informarse mínimamente de su contenido».

(61) Invocando la diligencia citada, *vid.* ENNECCERUS y LEHMANN, *Tratado de Derecho civil. Derecho de obligaciones, t. II-1º*, traducido y anotado por PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER, Barcelona, 1954, p. 80; o como dice VON THUR, *Tratado de las obligaciones, t. I*, traducido por ROCES, reimpresión de la 1ª edición, Madrid, 1999, p. 78, «*Quien no sabe guardar esta diligencia es moralmente justo que responda del daño que se le origina*»; en doctrina española sobre este tema, *vid.* CRISTÓBAL MONTES, *El incumplimiento de las obligaciones*, Madrid, 1989, pp. 279 a 283. Por esa exigencia de observar un comportamiento diligente ordinario, no podemos compartir, sin la puntualización realizada, la siguiente aserción del TS: «*Al cliente que ha comunicado al profesional que desea inversiones con un perfil de riesgo muy bajo no puede perjudicar que no haya indagado sobre el riesgo que suponían los valores cuya adquisición le propone dicho profesional, porque no le es jurídicamente exigible*».

(62) Cualesquiera que sean los efectos de la relación contractual pactada, el contrato se reputa justo cuando es obra de la recíproca autodeterminación de las partes. Y cualquiera de las partes estará obligada por él, «*aunque por necesidad o por una necesidad apremiante haya aceptado un precio excesivo*» (así lo dice LARENZ, *Derecho Justo...*, *ob. cit.*, p. 76; en un sentido parecido, *vid.* FLUME, *El negocio jurídico*, traducido por MIQUEL y GÓMEZ, Madrid, 1997, p. 372). Conviene, a veces, traer a colación aquel brocardo jurídico que dice «*Nemo auditur turpitudinem suam allegans*». Sin embargo, no parece descabellado asegurar que los clientes sí comprendieron la naturaleza de lo contratado (por las explicaciones recibidas), y por esa razón, existiría plena autodeterminación.

(63) Aducir, en relación con las preferentes de BNP, el art. 1715 del Código Civil (según el cual no hay incumplimiento del mandato si se cumple de forma más ventajosa para el mandante), no armonizaría con la necesaria buena fe exigible a las partes contractuales, ya que comportaría aceptar, de forma ventajista, sólo parte del mandato; podría incluso considerarse una contravención del art. 1256 del citado Código (que proscribía dejar al arbitrio de uno de los contratantes la validez y el cumplimiento de los contratos).

El hecho, además, de aceptar los cupones (en el caso de las preferentes de Lehman Brothers, hasta que quebró; mientras que en el caso de las preferentes de BNP, «*sine die*», hasta que los valores hubiesen salido de su cartera) mostraría, con meridiana claridad, la incongruencia entre los actos de los clientes y sus pretensiones posteriores<sup>(64)</sup>. Es necesario recordar que «*la ejecución del contrato por una de las partes contratantes es un indicio de cómo ha entendido la regla contractual al tiempo de contraerlo*»<sup>(65)</sup>. A mayor abundamiento, «*la ejecución de un contrato por uno de los contratantes también debe ser examinada bajo el punto de vista de que la desviación unilateral de uno de los contratantes de una ejecución hasta entonces concorde, puede ser contraria a la buena fe*»<sup>(66)</sup>. La recepción de los cupones se incardinaría, por tanto, dentro de lo que puede constituir una conducta que conforma también el sentido de las declaraciones de voluntad. Por ello, la acción de responsabilidad interpuesta por los clientes contradice esa conducta previa de aceptar los cupones, lo cual entronca con la máxima de conducta ético-jurídica de «*venire contra factum proprium*» y con el quebrantamiento de la confianza generada en la contraparte contractual; en este caso, la SG. Y es que la exigencia de confianza comporta el no separarse del valor de significación que a la propia conducta puede serle atribuido por la otra parte<sup>(67)</sup>.

Desconocemos, por último, hasta qué punto podía presumirse un interés especial en la SG para la compra de preferentes por cuenta de los clientes. En principio, no tendría que haberlo, al no ser productos propios y no generar más comisiones que las devenidas por la ejecución de órdenes de compra de cualquier valor. Aunque también es cierto que los intermediarios financieros suelen distribuir bajo comisión. Si fuera éste el caso, el principio de prevalencia del interés del cliente-mandante podría quedar, ciertamente, muy en entredicho si, al mismo tiempo, no se hubiera guardado por la SG una estricta diligencia en el resto de sus actuaciones<sup>(68)</sup>.

Por todo lo expuesto, consideramos que la ejecución del mandato de gestión discrecional e individualizada de carteras objeto de este trabajo debe colocarse en un plano en el que juegan un papel esencial (i) las circunstancias subjetivas de los clientes; (ii) las manifestaciones y actos de las partes a los que pueda referirse el mandato; (iii) y los usos del tráfico en relación con el contexto económico-financiero. Toda esa com-

(64) A juicio del Supremo, «(...) el hecho de que los demandantes hayan conservado participaciones preferentes de BNP adquiridas junto con las de Lehman Brothers, siendo cierto que supone un dato discordante en la solución del recurso, no puede por sí solo eximir de responsabilidad a BBVA. Tal circunstancia no desvirtúa el incumplimiento de sus obligaciones como empresa del mercado de valores en sus relaciones con el cliente. Tampoco se ha alegado que, como gestor de la cartera, BBVA haya propuesto siquiera a los demandantes una inversión más acorde a su perfil que éstos hayan rechazado»

(65) Así expresamente, FLUME, *ob. cit.*, p. 361.

(66) *Vid.* FLUME, *ob. cit.*, p. 361.

(67) *Vid.* WIEACKER, *El principio general de la buena fe*, traducido por CARRO, Madrid, 1977, p. 61; también, LARENZ, *Derecho de obligaciones, t. I*, traducido por SANTOS BRIZ, Madrid, 1958, pp. 142 y 151.

(68) Lo que sí parece cierto es que la SG no supeditó la contratación de las preferentes a la contratación de ningún producto financiero.

binación de factores y elementos aplicados al presente supuesto ha hecho que la Sentencia objeto de este comentario merezca una reflexión crítica.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO, «Gestión discrecional de carteras: prevalece el perfil de riesgo del cliente sobre la autorización expresa para adquirir determinados valores y una coda sobre las preferentes», en <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2013/06/gestion-discrecional-de-carteras.html>.
- CARIOTA-FERRARA, *I negozi fiduciari: trasferimento, cessione e girata a scopo di mandato e di garanzia; proceso fiduciario*, Padova, 1933.
- CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, de fecha 17 de junio de 2010.
- CORTÉS, *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Madrid, 2004.
- CRISTÓBAL MONTES, *El incumplimiento de las obligaciones*, Madrid, 1989.
- DEFENSOR DEL PUEBLO, «*Estudio sobre participaciones preferentes*», publicado en marzo de 2013.
- DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos de Derecho civil patrimonial, t. III, Las relaciones jurídico-reales. El registro de la propiedad. La posesión*, Madrid, 1993.
- ENNECCERUS y NIPPERDEY, *Tratado de Derecho civil, Parte General, t. I-1º*, con estudios de comparación y adaptación de PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER, Barcelona, 1953.
- *Tratado de Derecho civil. Parte general, t. I-2º, vol. 1º*, con estudios de comparación y adaptación de PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER, Barcelona, 1981.
- ENNECCERUS y LEHMANN, *Tratado de Derecho civil. Derecho de obligaciones, t. II-1º*, traducido y anotado por PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER, Barcelona, 1954.
- *Tratado de Derecho civil. Derecho de obligaciones, t. II-2º, vol. 1º*, traducido y anotado por PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER, con estudios de comparación y adaptación a la legislación y jurisprudencia españolas por FERRANDIS, Barcelona, 1966.
- ESMA (European Securities and Markets Authority), *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID*, de fecha 25 de junio de 2012.
- FLUME, *El negocio jurídico*, traducido por MIQUEL y GÓMEZ, Madrid, 1997.
- GARRIGUES, *Negocios fiduciarios en Derecho mercantil*, Madrid, 1976.
- GRASSETTI, «Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico», en *Riv. Dir. Comm.*, 1936, pp. 345 a 378.
- GRAZIANI, «Negozi indiretti e negozi fiduciari», en *Riv. Dir. Comm.*, 1933, pp. 414 a 418.
- HEDEMANN, *Tratado de Derecho Civil, vol. III, Derecho de Obligaciones*, ed. traducida por SANTOS BRIZ, Madrid, 1958.
- IBÁÑEZ, «La contratación en el mercado de valores», en *Tratado de Derecho Mercantil*, dirigido por OLIVENCIA, FERNÁNDEZ-NOVOA y JIMÉNEZ DE PARGA, y coordinado por JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Madrid, 2001.
- JORDANO BAREA, *El negocio fiduciario*, Barcelona, 1959.

- «Mandato para adquirir y titularidad fiduciaria (Notas sobre la sentencia del TS de 16-V-1983 a la luz de la doctrina del Prof. Castro)», en *ADC*, 1983, pp. 1435 a 1454.
- LARENZ, *Derecho de obligaciones, t. I*, traducido por SANTOS BRIZ, Madrid, 1958.
- *Derecho Justo. Fundamentos de Ética Jurídica*, traducido por DÍEZ-PICAZO, Madrid, 1985.
- *Lehrbuch des Schuldrechts, Band II-Halbband I, Besonderer Teil*, Múnich, 1986.
- MADRAZO, «Los contratos de servicios de inversión», en AA.VV., *Los mercados financieros*, Valencia, 2013.
- NAVARRO, *La propiedad fiduciaria*, Barcelona, 1950.
- PANTALEÓN, voz «Negocio fiduciario», en *EJB*, Madrid, 1995, pp. 4407 a 440.
- SCHÄFER, «Vermögensverwaltung», en AA.VV., *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, dirigida por ASSMANN y SCHÜTZE, Múnich, 1997.
- SIEBERT, *Das rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis. Ein dogmatischer und rechtsvergleichende Beitrag zum allgemeinen Treuhandproblem*, Marburgo, 1933.
- TAPIA HERMIDA, «El contrato de gestión de carteras de inversión», en *Instituciones del Mercado Financiero*, Madrid, 1999.
- «Gestión de carteras de inversión», en AA.VV., *Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid, 2001.
- VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2005.
- VON THUR, *Tratado de las obligaciones, t. I*, traducido por ROCES, reimpresión de la 1ª edición, Madrid, 1999.
- WIEACKER, *El principio general de la buena fe*, traducido por CARRO, Madrid, 1977.
- ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, 2000.



---

# NOTICIAS

---

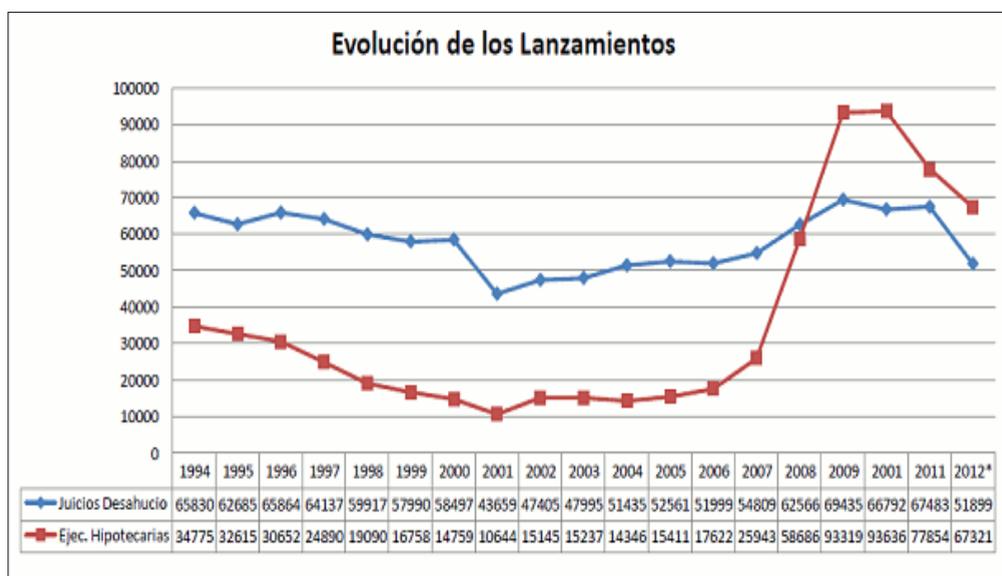


# 1. LA REFORMA DE LA EJECUCIÓN HIPOTECARIA

## I. INTRODUCCIÓN

Las realidades sociales y económicas que atraviesa nuestro país, han generado una crisis social que afecta, de forma directa, a multitud de familias que se ven imposibilitadas de hacer frente al cumplimiento de obligaciones pecuniarias que habían asumido en un tiempo de bonanza económica. El principal problema se concreta en el hecho de que estos incumplimientos afectan a elementos de primera necesidad, como es la vivienda, el pago de la cuál comporta porcentualmente una de las cargas más gravosas para las familias.

Esta desilusionante realidad se vuelve dramática, cuando se analizan los efectos del impago de la vivienda. Cada vez son más las familias que no pueden asumir el pago de los plazos de amortización del contrato de préstamo hipotecario, con la consecuencia de la resolución contractual por parte de la entidad financiera, y el inicio de una ejecución hipotecaria, proceso que ha experimentado, en los últimos años, un incremento en la práctica forense, como acreditan las estadísticas del Consejo General del Poder Judicial.



Todo ello, ha llevado a la concienciación del legislador de efectuar una serie de modificaciones legislativas. El presente trabajo se estructura en dos apartados, en pri-

mer lugar, el análisis de los diferentes Reales Decretos Ley que dicta el legislador, con anterioridad a la sentencia del TSJUE, y que resultan de aplicación a un colectivo limitado de personas, y en segundo lugar, el estudio de las reformas introducidas en el proceso de ejecución hipotecaria por la Ley 1/2013, de 14 de mayo de medidas para reforzar la protección de los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social, consecuencia de la doctrina del Tribunal europeo, las cuáles resultan de aplicación a todas aquellas personas que adquieran la condición de parte en esta modalidad ejecutiva.

## II. ANÁLISIS DE LOS REALES DECRETOS LEY

### 1. **Análisis del Real Decreto-Ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa**

Constituye este texto normativo, el primero de una cadena de Reales Decretos que tienen como finalidad flexibilizar las cargas económicas de los deudores hipotecarios. Las reformas procesales que se establecen en el articulado de este texto normativo, se contemplan en el primero y segundo de sus artículos. En el primero de ellos, se modifica una sola norma pero de incidencia directa en la ejecución hipotecaria, y en el segundo precepto, las novedades son de carácter genérico.

#### 1.1. Inembargabilidad de bienes en la conversión hipotecaria en ordinaria

En el primer artículo del Real Decreto se establece que, en el caso que, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 129 de la Ley Hipotecaria, el precio obtenido por la venta de la vivienda habitual hipotecada sea insuficiente para cubrir el crédito garantizado, en la ejecución forzosa posterior basada en la misma deuda, la cantidad inembargable establecida en el artículo 607.1 de la Ley de Enjuiciamiento Civil se incrementará en un 50% y además en otro 30% del salario mínimo interprofesional por cada miembro del núcleo familiar que no disponga de ingresos propios regulares, salario o pensión superiores al salario mínimo interprofesional. A estos efectos, se entiende por núcleo familiar, el cónyuge o pareja de hecho, los ascendientes y descendientes de primer grado que convivan con el ejecutado.

Los salarios, sueldos, jornales, retribuciones o pensiones que sean superiores al salario mínimo interprofesional y, en su caso, a las cuantías que resulten de aplicar la regla para la protección del núcleo familiar prevista en el apartado anterior, se embargarán conforme a la escala prevista en el artículo 607.2 de la misma Ley.

La finalidad de esta regla es moderar el impacto negativo de la crisis económica sobre los ciudadanos más vulnerables y, en particular, sobre aquellos con cargas familiares, elevándose el umbral de inembargabilidad cuando el precio obtenido por la venta de la vivienda habitual hipotecada en un procedimiento de ejecución hipotecaria

sea insuficiente para cubrir el crédito garantizado. Es de resaltar que el precepto sólo establece estos límites, cuando la ejecución hipotecaria ha tenido como objetivo la realización de la vivienda habitual.

### 1.2. Novedades en la regulación procesal de la celebración de la subasta

Las novedades contenidas en el segundo de los preceptos son de carácter más genérico e inciden en tres artículos de la LEC, a efectos de garantizar que en caso de producirse una ejecución hipotecaria por impago, los deudores recibirán una contraprestación adecuada por el inmueble, que les permita anular o reducir al máximo la deuda remanente. Modificaciones que se concretan en los siguientes extremos:

En primer lugar, se produce, en el apartado primero del precepto 669 de la Ley procesal, una reducción de la suma a depositar por los postores para participar en la subasta. Así, si inicialmente se exigía el 30% del valor que se hubiese otorgado a los bienes, con la nueva redacción se disminuye al 20%.

En segundo lugar, se modifica el segundo párrafo del apartado 4 del artículo 670 LEC, ofreciéndose al acreedor la posibilidad, ante los supuestos de falta de presentación de tercero por parte del deudor, con la finalidad de mejorar las posturas o lograr la completa satisfacción del derecho del ejecutante, que pueda pedir la adjudicación del inmueble por el 70% de dicho valor o por la cantidad que se le deba por todos los conceptos, siempre que esta cantidad sea superior al 60% de su valor de tasación y a la mejor postura.

Finalmente, ante las subastas sin postores, la adjudicación de los bienes por parte del ejecutante habrá de serlo por cantidad igual o superior al 60% de su valor de tasación, en vez del 50% regulado inicialmente en el artículo 671 LEC.

## 2. Análisis del Real Decreto-Ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos

Mediante este Real Decreto-Ley se establecen diversos mecanismos dirigidos a permitir la restructuración de la deuda hipotecaria de quienes padecen extraordinarias dificultades para atender su pago, así como la flexibilización de la ejecución de la garantía real, cuestiones que por tener una incidencia directa en el proceso de ejecución hipotecaria analizamos a continuación.

### 2.1. Ámbito de aplicación

En relación al ámbito de aplicación de este texto normativo resulta necesario determinarlos en base a tres apartados.

Ámbito de aplicación objetivo: El mismo aparece regulado en el artículo segundo del Real Decreto. En éste, se afirma que las medidas previstas se aplicarán a los contratos de préstamo o crédito garantizados con hipoteca inmobiliaria. De esta redacción, se

puede concluir que las medidas sólo serán de aplicación en los supuestos en que el derecho de garantía lo constituya un bien inmueble, excluyendo de su aplicación al resto de modalidades de garantía hipotecaria.

Ámbito de aplicación temporal: La normativa reglamentada en este texto será aplicable a los contratos que se encuentren vigentes en la fecha de entrada en vigor del Real Decreto. La previsión de aplicación efectiva de las medidas excepcionales aparece regulada en la Disposición final cuarta, afirmando que será de cumplimiento, al día siguiente de su publicación en el BOE, esto es, el día 11 de marzo de 2012.

Ámbito de aplicación subjetivo: Dramáticamente, el artículo segundo del Real Decreto, establece que los beneficiarios de estas excepcionales medidas serán aquellos deudores que se encuentren situados en el umbral de exclusión. Este inicial ámbito subjetivo es ampliado con la entrada en vigor de la Ley 1/2013, decretando su aplicación no sólo a los deudores sino también a los avalistas hipotecarios respecto de su vivienda habitual y con las mismas condiciones que las establecidas para el deudor hipotecario. No obstante, los fiadores e hipotecantes no deudores responderán subsidiariamente, esto es, si se encuentran en el umbral de exclusión podrán exigir que la entidad agote el patrimonio del deudor principal.

## 2.2. Incidencia del Real Decreto-Ley 6/2012 en materia de ejecución hipotecaria

Las normas que inciden directamente en la tramitación de la ejecución hipotecaria judicial se encuentran reguladas en el anexo del Real Decreto. El propio anexo establece una triple clasificación.

### 2.2.1. *Medidas previas a la ejecución hipotecaria: reestructuración de deudas hipotecarias*

En este primer apartado, se permite a aquellas personas que se encuentran situadas en el umbral de la exclusión social, justificando documentalmente su precaria situación económica, solicitar una reestructuración de su deuda hipotecaria al objeto de alcanzar la viabilidad a medio y largo plazo de la misma, evitando así, acudir a un procedimiento judicial. En el plazo de un mes desde la presentación de la solicitud anterior junto con la documentación pertinente, la entidad deberá notificar y ofrecer al deudor un plan de reestructuración en el que se concreten la ejecución y las consecuencias financieras para el deudor de la aplicación conjunta de las medidas previstas en el Real Decreto. No obstante, no todos los deudores podrán acogerse a esta medida, excluyendo de la misma a aquéllos que se encuentren en un procedimiento de ejecución, una vez se haya producido el anuncio de la subasta.

Con la entrada en vigor de la Ley 1/2013, se amplían las facultades del deudor en cuanto a la formulación del plan de reestructuración, pues si con anterioridad, el deudor se limitaba a solicitar a la entidad, la formulación de este plan, con la normativa vigente el propio deudor podrá presentar a la entidad una propuesta de plan de rees-

tructuración, que deberá ser analizada por la entidad, quien, en caso de rechazo, deberá comunicar al deudor los motivos en que se fundamente. Por tanto, el plan de reestructuración puede ser formulado tanto por la entidad como por el propio deudor.

### 2.2.2. *Medidas complementarias*

En el segundo de los apartados del anexo, se regula la situación de aquellos deudores, respecto de los cuales no pueda establecerse un plan de reestructuración previo, debido a la imposibilidad de cumplirlo en base a su situación económica. La inviabilidad del plan de reestructuración establecía como dato objetivo el hecho de que la cuota hipotecaria mensual fuese superior al 60% de los ingresos que perciban conjuntamente todos los miembros de la unidad familiar. Este porcentaje es modificado por la Ley 1/2013, considerando inviable el plan de reestructuración cuando la cuota sea superior al 50% de los ingresos de la unidad familiar.

La solución que concede el texto normativo en estas hipótesis, se concreta en solicitar una quita en el capital pendiente de amortización sujeta a los condicionantes transcritos en la propia norma. A diferencia de la exclusión que se producía con las medidas previas, respecto de las complementarias, éstas sí podrán ser solicitadas por aquellos deudores que se encuentren en un procedimiento de ejecución hipotecaria en el que ya se haya producido el anuncio de la subasta, de igual forma que aquellos que no han podido optar a la dación en pago por presentar la vivienda cargada posterior a la hipoteca.

### 2.2.3. *Medidas sustitutivas de la ejecución hipotecaria: dación en pago de la vivienda habitual*

Este último supuesto es el aplicable a las situaciones de mayor gravedad. De esta forma, aquellos deudores para los que la reestructuración y las medidas complementarias, en su caso, no resulten viables podrán solicitar la dación en pago de su vivienda habitual.

El plazo del que disponen los deudores para hacer efectiva la dación en pago es de doce meses desde la solicitud de reestructuración. La solicitud de dación en pago resulta vinculante, pues la entidad estará obligada a aceptar la entrega del bien hipotecado por parte del deudor, a la propia entidad o tercero que ésta designe, quedando definitivamente cancelada la deuda. No obstante, si el deudor, así lo solicitara en el momento de pedir la dación en pago, podrá permanecer durante un plazo de dos años en la vivienda en concepto de arrendatario, satisfaciendo una renta anual del 3% del importe total de la deuda en el momento de la dación. Así, si inicialmente se establecía que durante dicho plazo el impago de la renta devengaba un interés de demora del 20%, ahora pasa a ser de un 10%.

Según la previsión de la norma, la dación en pago de la vivienda supone la cancelación total de la deuda, esto es, tanto la parte garantizada con la hipoteca como aquella otra personal. A nivel procesal existe un límite a la dación en pago, pues la misma no

se podrá ofrecer bien cuando en el procedimiento de ejecución ya se haya anunciado la subasta, o bien en los supuestos en que la vivienda resulte gravada con cargas posteriores.

### **3. Análisis del Real Decreto-Ley 27/2012, de 15 de noviembre, de medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios**

La delicada situación económica ha supuesto que los diferentes poderes públicos hayan aunado sus esfuerzos, solicitando medidas correctoras con el objetivo de flexibilizar la vigente legislación procesal e hipotecaria. Una de las principales medidas adoptadas se ha concretado en la redacción del Real Decreto-Ley 27/2012, de 15 de noviembre, en base al cual se paraliza, de forma temporal, los lanzamientos hipotecarios, demostrando así el dinamismo del derecho y su incidencia en la regulación de las relaciones sociales y jurídicas de los ciudadanos.

#### 3.1. Temporalidad de las medidas

Las disposiciones reguladas en el Real Decreto, de acuerdo con su carácter excepcional, no adquieren vigencia indefinida, sino que el propio texto establece un plazo temporal de aplicación, en concreto, de dos años desde su entrada en vigor, es decir, a partir del 16 de diciembre de 2012, fecha de publicación en el Boletín Oficial del Estado.

#### 3.2. Interrogantes y lagunas de la normativa

Las medidas reguladas en los dos artículos y disposiciones del Real Decreto-Ley afectaran a todos aquellos procesos judiciales y extrajudiciales de ejecución hipotecaria en que se hubiera adjudicado al acreedor, o a persona que actúe por su cuenta, la vivienda habitual de personas que se encuentren en los supuestos de especial vulnerabilidad y en las circunstancias previstas en el primer artículo del texto. Analizada la literalidad de este primer artículo, es preciso efectuar las siguientes matizaciones.

##### 3.2.1. Expedientes judiciales y extrajudiciales afectados

La concreción de los procesos a los que les resulta de aplicación la normativa contenida en el Real Decreto nos viene establecida en la Disposición transitoria única, al sostener que esta norma será de aplicación a los procesos judiciales o extrajudiciales de ejecución hipotecaria que se hubieran iniciado a la entrada en vigor de este Real Decreto-Ley, siempre y cuando, no se hubiese ejecutado el lanzamiento. De la literalidad de la norma debemos realizar las siguientes reflexiones:

En primer lugar, las disposiciones de esta norma no resultan de aplicación a los procesos de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de posesión, por no existir en ellos lanzamiento.

En segundo lugar, afectará a los procesos futuros o ya iniciados en la fecha de entrada en vigor de la norma, con el condicionante de no haberse practicado el lanzamiento, y cuando el mismo recaiga en la vivienda habitual.

En tercer lugar, según la literalidad de la normativa, la paralización del lanzamiento afecta a cualquier vía encaminada a la realización del bien, ya sea extrajudicial, entendiéndose por la misma la realización efectuada por Notario, como judicial. Sin embargo, en este punto, el legislador establece o bien una distinción difícil de comprender o una inconcreción terminológica que produce confusión.

Si bien no existen problemas respecto de las realizaciones extrajudiciales, no podemos ser tan optimistas en relación a la vía judicial. Así, conforme al articulado, sólo se paralizaran las ejecuciones hipotecarias, olvidándose el legislador, que el acreedor puede acudir a otras modalidades judiciales, cuya resolución puede tener el mismo resultado que la ejecución hipotecaria, pues el acreedor dispone de hasta cuatro vías distintas para acudir al auxilio judicial, a saber: a.–la ejecución ordinaria; b.–el juicio ordinario que corresponda; c.–el proceso monitorio; y d.–la ejecución hipotecaria.

La literalidad de la norma permite dos interpretaciones totalmente contradictorias en cuanto a su ámbito de aplicación. La primera de ellas, de carácter restrictivo, supondría afirmar que la paralización del lanzamiento sólo afecta a las ejecuciones hipotecarias propiamente dichas, al ser a las únicas que se refiere expresamente el artículo primero del Real Decreto.

Una segunda línea de interpretación, de mayor amplitud, podría defenderse en base a una interpretación flexible, consistente en sostener que cuando el legislador se refiere a la paralización de cualquier proceso judicial o extrajudicial de ejecución hipotecaria, no sólo piensa en ésta última strictu sensu, sino en todos aquellos procesos que tienen como consecuencia la ejecución de la vivienda, y, por ende, el lanzamiento del inquilino, resultado al que se puede llegar también en los juicios ordinarios, monitorios y en las ejecuciones ordinarias. Si realmente, la finalidad de la norma es evitar el lanzamiento, se debería conceder un tratamiento homogéneo para todas las modalidades procesales, y no circunscribirlo únicamente a la ejecución hipotecaria.

### 3.2.2. *Inconcreción de la persona que ostenta la facultad de solicitar la prohibición del lanzamiento*

Uno de los errores de mayor gravedad que comete el legislador en la redacción de este Real Decreto, se produce en el artículo segundo, en el cual establece que será el deudor el que deberá acreditar encontrarse en situación de vulnerabilidad. Tal parca regulación, refiriéndose únicamente a la persona del deudor, significa un desconocimiento de la realidad de los procesos de ejecución hipotecaria. De esta forma, si la persona del deudor coincide con la del hipotecante no existirán problemas, pues la deficiente situación económica le permitirá mantener el uso de la vivienda durante dos años, pero pueden originarse dos situaciones totalmente diferentes.

En primer lugar, puede suceder que no coincida la persona del deudor con el hipotecante, circunstancia que en la práctica contractual se produce en multitud de

ocasiones, pensemos en familiares que hipotecan la vivienda para la adquisición de un préstamo, pudiendo ser que en el deudor concurren las circunstancias de vulnerabilidad legalmente establecidas, pero no en el hipotecante no deudor. Una aplicación rígida de la norma, supondría que al hipotecante no deudor no le afectaría la excepcionalidad respecto de la norma general, si no concudiese en él las circunstancias de vulnerabilidad, y, por tanto, en este caso el adjudicatario si tendría el pleno disfrute de la vivienda por no poder paralizarse el lanzamiento.

En segundo lugar, circunstancia análoga ocurriría en las hipótesis en que la vivienda haya sido transmitida a un tercer poseedor, el cual también la perdería si en él no concudiesen los extremos tasados en la normativa.

A nuestro entender, deberán concederse también al tercer poseedor y al hipotecante no deudor, la posibilidad de solicitar la paralización del lanzamiento, si concurren en ellos, las circunstancias de vulnerabilidad reguladas en el Real Decreto.

### *3.2.3. Regulación de los supuestos de vulnerabilidad*

El Real Decreto-Ley realiza una doble clasificación de los extremos que deben concurrir en una persona para que resulte englobada en el marco de los supuestos de especial vulnerabilidad. En el apartado segundo del artículo primero del texto normativo regula las situaciones personales y objetivas, diferenciando siete supuestos, exigiéndose en el apartado tercero del artículo primero los condicionantes económicos que deben concurrir con los presupuestos personales. A los efectos de lo previsto en este artículo, se entenderá que se ha producido una alteración significativa de las circunstancias económicas cuando el esfuerzo que represente la carga hipotecaria sobre la renta familiar se haya multiplicado por al menos 1,5.

### *3.2.4. Momento procesal oportuno para solicitar la prohibición del lanzamiento*

El artículo segundo del Real Decreto es el encargado de establecer los plazos temporales para solicitar la suspensión del lanzamiento, estableciendo un periodo que se inicia desde la incoación del procedimiento hasta la misma ejecución del lanzamiento. La solicitud evidentemente no será vinculante, sino que la misma deberá ser examinada por el Juez o por el Notario, en función de si el proceso de ejecución es judicial o extrajudicial. En el apartado dedicado a la regulación de la tramitación de la solicitud es donde existe un total vacío legal, que deberá solucionarse casuísticamente, a falta de unificación legal. A continuación exponemos los problemas que pueden originarse.

#### *3.2.4.1. Forma de presentación de la solicitud*

El texto normativo mantiene un absoluto silencio en relación a la forma o requisitos que debe reunir el escrito mediante el cual el interesado hace uso de la facultad

analizada. Ante tal vacío legal, consideramos que será suficiente un simple escrito sin formalidad alguna, pues lo realmente importante es adjuntar los documentos enunciados en el artículo segundo de la normativa, en base a los cuales se determinará si una persona se encuentra o no en situación de vulnerabilidad.

Sin embargo, existe en este ámbito otro problema no resuelto por el Real Decreto, pues al condicionar la paralización a la entrega de una pluralidad de documentos, no se percata el legislador que muchos de ellos, no se encontraran en posesión de la concreta persona en riesgo de exclusión, sino que su certificación o expedición dependerá de Administraciones públicas –estatales, autonómicas o locales– e incluso de empresas privadas, pudiendo ocurrir que en el momento de la presentación del escrito no se disponga de toda la documentación, y por ende, el órgano judicial o el Notario no puedan efectuar el debido análisis de la concurrencia o no de los presupuestos exigidos.

La falta de regulación conllevará a que el Juez o Notario deban establecer un plazo prudencial, que puede variar en función de diferentes condicionantes, entre otros, momento en que el deudor tienen conocimiento del proceso, de su actuación, de los documentos que dispone...

#### 3.2.4.2. Postulación procesal

Tampoco establece el Real Decreto si es necesaria la intervención de abogado y procurador para la presentación de este escrito. En el supuesto de la intervención de abogado, entendemos que la presentación del escrito podría encontrar cabida en una de las excepciones reguladas en el artículo 31 LEC, en relación a la regla general de intervención de abogado, en concreta, la establecida en su apartado segundo, en la que se sostiene que no será necesaria su intervención en los escritos que tengan como finalidad pedir la suspensión urgente de actuaciones, y, en este caso, se solicita la suspensión del lanzamiento de manera inmediata.

Mayor dificultad presenta definirnos en relación a la actuación del procurador, pues no existe en el artículo 23 de la Ley procesal una excepción similar a la del abogado, refiriéndose sólo a la presentación de escritos que soliciten medidas urgentes con anterioridad al juicio. A nuestro entender, debería modificarse este precepto para eximir al deudor de precisar de la intervención del procurador, o ampliar los supuestos incardinables en la excepción regulada, pero ampliándola no sólo para los escritos anteriores al proceso sino también los que justifiquen su presentación una vez iniciado el mismo.

#### 3.2.4.3. Principio de rogación

Otra de las cuestiones que podríamos plantearnos, es si el Juez o Notario deben adoptar una función garantista y protectora del deudor, pudiendo solicitar de oficio la suspensión del lanzamiento ante falta de actividad del interesado, especialmente, ante la ausencia de asesoramiento jurídico, si finalmente se acepta la no intervención de los profesionales del derecho. Este interrogante surge de la propia dicción de la nor-

mativa y en base a dos extremos. En primer lugar, el artículo primero establece imperativamente que no procederá el lanzamiento cuando concurren las circunstancias de vulnerabilidad previstas, y en segundo lugar, en ningún caso condiciona la efectiva suspensión a la solicitud del deudor, al que sólo se le exige la necesidad de acreditar la concurrencia de las circunstancias justificativas de su deficiente situación económica.

A pesar de lo manifestado anteriormente, a nuestro parecer, de acuerdo con el principio dispositivo que rige en materia privada, deberá corresponder al interesado la solicitud de la paralización del lanzamiento, y por tanto, resulta la suspensión condicionada a la solicitud a instancia de parte.

#### 3.2.4.4. Vigencia del principio de contradicción

Acorde con la parquedad normativa, no establece tampoco el Real Decreto Ley, la posibilidad de que el acreedor pueda oponerse a la solicitud del interesado. Ante la ausencia de regulación, podrían sostenerse dos posturas contradictorias entre sí.

En primer lugar, se podría considerar la innecesaridad de dar audiencia al acreedor, pues la efectiva suspensión se encuentra condicionada a un análisis del Juez o Notario, y, por ende, en base a datos objetivos prefijados en el articulado del texto. Situación de falta de audiencia que se encuentra regulada para otras instituciones y actividades procesales como puede ser el despacho de ejecución inaudita parte deudor.

En segundo lugar, podemos sostener la necesaria posibilidad de ser escuchado el acreedor, pues la concreción de la suspensión no le conlleva ningún beneficio, y, cuanto menos, debe poder defenderse, situación que acontece también en los casos de decretar la ejecución inaudita parte deudor, en que con posterioridad puede el ejecutado manifestar su disconformidad.

Sin embargo, no finalizan aquí los problemas, pues si aceptamos una actividad contradictoria, tampoco se regula como debe efectuarse la misma. El problema se concreta en abrir un incidente en el proceso de ejecución hipotecaria o establecer una tramitación más sencilla. Si aplicásemos rígidamente la Ley procesal, de acuerdo con lo establecido en el artículo 388, al no existir una tramitación específica para la resolución de esta controversia, se deberían aplicar las normas contenidas en el Capítulo regulador de los incidentes. No obstante, consideramos que la resolución del conflicto debería realizarse con una simple comparecencia, que debería regularse de forma expresa, surgiendo de nuevo la problemática de si para la resolución de la misma es necesaria la intervención de abogado y procurador.

#### 3.2.4.5. Clase de resolución y recursos

El Real Decreto se limita a manifestar que el interesado en la solicitud de suspensión deberá acreditar ante el Juez la concurrencia de las causas que justifican su vulnerabilidad económica, pero no establece la forma que debe adoptar la resolución en la que se decida respecto de la solicitud.

En cuanto a la resolución a dictar por el órgano judicial, podríamos realizar una interpretación flexible del artículo 206 LEC, y considerar que la denegación o aceptación de la prohibición del lanzamiento debe ser resuelta mediante un auto, pues es ésta la forma que debe adoptar la resolución judicial que se pronuncia respecto de las anotaciones o inscripciones registrales, según la norma descrita, y la decisión de prohibir el lanzamiento debe ser objeto de inscripción en el Registro. En cuanto a su impugnabilidad, al ser un auto no definitivo, le resultarán de aplicación las normas contenidas en el artículo 451 LEC, y, en consecuencia, podrá formularse recurso de reposición.

### 3.2.5. *Adquisición de la propiedad*

Otro de los problemas que no se ha planteado el legislador, se concreta en un menoscabo del derecho a la propiedad que padece la persona adjudicataria de la finca. Partimos de la base de que la vivienda ya se encuentra adjudicada al acreedor hipotecario, ya sea persona física o jurídica, pero que durante un plazo de dos años no podrá disponer de la misma en su plenitud. El propietario de la vivienda deberá afrontar durante estos dos años, las cargas económicas y fiscales inherentes a toda propiedad, alguna de ellas derivada de la titularidad, ex. pago del Impuesto de bienes inmuebles o de la tasa de la basura, y otras consecuencia del uso y disfrute de la misma, ex. gastos de la comunidad de propietarios o incluso de servicios como la electricidad, el agua o el gas..., sin previsión por parte del legislador de ninguna medida compensatoria o flexibilizadora de tal carga.

Esta circunstancia es importante resaltarla, pues cuando el Real Decreto habla de acreedor, lo realiza en términos genéricos, sin distinguir categorías ni si ostentan la condición de personas físicas o jurídicas, siendo evidentemente diferente el gravamen de la carga que deba afrontar durante estos dos años el acreedor, en función de su condición o solvencia. A nuestro entender, debería realizarse una reglamentación más detallada en que se especificase a quién corresponde la obligatoriedad del pago de estos gastos, pues podría producirse la situación incomprensible de que el propietario tuviese que responder judicialmente por el impago de unos importes que le corresponden al inquilino.

Asimismo, aceptando la limitación del derecho del propietario del bien, puede surgir el interrogante de si durante estos dos años, el adjudicatario puede transmitir o enajenar la vivienda a un tercero. A nuestro entender, no debe existir ningún problema, siempre y cuando, este tercero respete la prohibición del lanzamiento del inquilino, circunstancia que dificultará la posible transmisión del bien. Al constituir esta regulación una medida excepcional, consideramos que si las circunstancias de vulnerabilidad varían durante los dos años de suspensión del lanzamiento, puede ser objeto de nuevo análisis la concurrencia o no de tales circunstancias.

### 3.2.6. *Afectación de la normativa a personas diferentes al acreedor*

En la actualidad, y como consecuencia de la situación económica que vivimos, puede resultar más difícil, pero no imposible, encontrarnos en supuestos en que el

acreedor hubiese pactado la cesión del remate a una tercera persona. Esta tercera persona si bien no es la adquirente directa, lo resultará ser en base a la institución de la cesión, reconocida tanto sustantiva como procesalmente, y, por ello, al adquirir la propiedad también entendemos que se encontrará condicionando por las reglas del Real Decreto. De este modo, la imposibilidad del lanzamiento no sólo afectará a los acreedores-propietarios inmediatos sino también a los cesionarios-propietarios futuros.

### 3.2.7. *Diferentes formas de realización del bien y lanzamiento*

La posibilidad de solicitar la suspensión del lanzamiento, debe ser homogénea para cualquier modalidad legal de realización del bien, por tanto, esta excepcional regulación no sólo afecta a la subasta regulada en el artículo 691 y concordantes de la Ley procesal, sino también a los convenios de realización o la realización por persona o entidad especializada, reguladas en los artículos 640 y 641 LEC, respectivamente.

## III. LEY 1/2013, DE 14 DE MAYO, DE MEDIDAS PARA REFORZAR LA PROTECCIÓN A LOS DEUDORES HIPOTECARIOS, RESTRUCTURACIÓN DE DEUDA Y ALQUILER SOCIAL

La entrada en vigor de esta Ley es fruto de la STJUE de 14 de marzo de 2013, asunto C-415/11, tras analizar diferentes cuestiones, principalmente: la limitación de los motivos de oposición; la desproporcionalidad de las consecuencias de los impagos y del vencimiento anticipado, y el carácter abusivo de los intereses de demora. El examen de estas cuestiones, y en base a la doctrina del Tribunal Europeo, se plantea una necesaria revisión del sistema hipotecario y su tutela judicial.

Con carácter previo, es preciso resaltar el cambio de filosofía del legislador en torno a los procesos de ejecución hipotecaria y a sus partes intervinientes. La historia legislativa de esta modalidad ejecutiva ha estado siempre caracterizada por dos objetivos, agilizar la tramitación del procedimiento y aumentar la protección del acreedor. La Ley 1/2013 modifica esta práctica estableciendo medidas a favor del deudor, que equilibren su posición en la interinidad del proceso, diferente filosofía y espíritu legislativo, tal y como resulta acreditado en la exposición de motivos y preámbulos de la Ley 1/2000, y en contraposición en la Ley 1/2013. En el primero de los textos normativos, se establece que *la ley dedica un capítulo especial a la ejecución sobre bienes hipotecados, caracterizado por la drástica limitación de las causas de oposición del deudor a la ejecución y de los supuestos de suspensión de ésta*. En contrapartida, el segundo de los cuerpos legislativos manifiesta que *se exige la adopción de medidas que, en diferentes formas, contribuyan a aliviar la situación de los deudores hipotecarios*. El cambio de rumbo es evidente, condicionado por unas circunstancias sociales y económicas asfixiantes.

La disposición transitoria primera de la Ley 1/2013 es la encargada de concretar a qué procesos de ejecución hipotecaria afectaran las modificaciones contenidas en este texto normativo, afirmando que será de aplicación a los procesos judiciales o extraju-

diciales de ejecución hipotecaria que se hubieran iniciado a la entrada en vigor de la misma y en los que no se hubiese ejecutado el lanzamiento.

## 1. Paralización del lanzamiento

Siguiendo la línea legislativa de anteriores Reales Decretos, en la Ley 1/2013 se sigue manteniendo la posibilidad de paralizar el lanzamiento de la vivienda, facultad sometida a una serie de límites que podemos clasificar en cuatro grupos diferentes.

En primer lugar los límites procesales, que se concretan en el hecho de que la paralización del lanzamiento, no podrá plantearse en cualquier ejecución hipotecaria, sino solamente en aquellos en que no se haya producido, en el momento de la entrada en vigor de esta Ley, el lanzamiento del inquilino.

En segundo lugar límites temporales, como no podía ser de otra forma, la paralización del lanzamiento no puede resultar indefinida en el tiempo, sino que la misma se encuentra sujeta a un plazo temporal, determinado al transcurso de dos años des de la entrada en vigor de la Ley.

En tercer lugar límites materiales, esto es, sólo podrán solicitar la paralización del lanzamiento, aquellas personas que se encuentran englobadas en los denominados colectivos de vulnerabilidad, especificándose a continuación cuáles son estos colectivos, a saber: a.-Familia numerosa; b.-Unidad familiar monoparental con dos hijos a su cargo; c.-Unidad familiar en los supuestos de tener un menor de tres años a su cargo, persona con discapacidad superior al 33%, situación de dependencia o enfermedad que impida la vida laboral, miembro en paro sin ningún tipo de prestación, convivencia en la misma vivienda de 1 o más personas hasta tercer grado de consanguinidad o afinidad con alguno de los requisitos anteriores; existencia de víctima de violencia género y domicilio habitual.

En cuarto lugar, la acreditación de una serie de límites económicos, que se concretaran en: a.-ingresos de la unidad familiar, cuando sean inferiores a 3 veces el IPREFM, inferiores a 4 veces el IPREFM, en los supuestos de discapacidades, o inferiores a 5 veces el IPREFM, en los supuestos de discapacidades muy graves; b.-que se produzca en los 4 años anteriores un alteración significativa de las circunstancias económicas; c.-que el préstamo hipotecario recaiga en la única vivienda del deudor; y d.- que la cuota hipotecaria represente más del 50% de los ingresos netos de la unidad familiar

En conclusión, del estudio de estas exigencias y presupuestos llegamos a la conclusión de que un porcentaje muy bajo de la población podrá hacer efectiva la suspensión del lanzamiento.

## 2. Modificaciones en el proceso de ejecución hipotecaria

Las novedades en esta modalidad ejecutiva se dividen en dos grandes grupos aquellas que son consecuencia directa de la STSJUE de 14 de marzo de 2013, y aque-

llas otras que no tienen su origen en esta resolución pero que tienen la finalidad de bien facilitar la realización del bien reducir las dificultades del deudor para hacer frente al pago de las deudas contraídas.

## 2.1. Modificaciones consecuencia de la STSJUE de 14 de marzo de 2013

### 2.1.1. *Las cláusulas de vencimiento anticipado*

Como consecuencia de esta resolución, se modifica el apartado segundo del artículo 693 de la Ley procesal, sustituyendo la preceptiva consignación del vencimiento anticipado en el Registro por su enunciación en la escritura de constitución de la hipoteca, y la insuficiencia de un único incumplimiento contractual de pago, exigiéndose bien el vencimiento al menos de tres plazos mensuales sin cumplir el deudor su obligación de pago o bien el incumplimiento de un número de cuotas tal que suponga que el deudor ha incumplido su obligación por un plazo al menos equivalente a tres meses.

Una de las principales cuestiones que se plantean ante el TSJUE se concreta en determinar el carácter abusivo o no de la cláusula de vencimiento anticipado. En este sentido, la resolución sostiene que «en particular, por lo que respecta, en primer lugar, a la cláusula relativa al vencimiento anticipado en los contratos de larga duración por incumplimientos del deudor en un período limitado, corresponde al juez remitente comprobar (...) si la facultad del profesional de dar por vencida anticipadamente la totalidad del préstamo depende de que el consumidor haya incumplido una obligación que revista carácter esencial en el marco de la relación contractual de que se trate, si esa facultad está prevista para los casos en los que el incumplimiento tiene carácter suficientemente grave con respecto a la duración y a la cuantía del préstamo, si dicha facultad constituye una excepción con respecto a las normas aplicables en la materia y si el Derecho nacional prevé medios adecuados y eficaces que permitan al consumidor sujeto a la aplicación de esa cláusula poner remedio a los efectos del vencimiento anticipado del préstamo».

En base a ello, un elemento básico a efectos de concretar si una cláusula puede considerarse abusiva o no recae en determinar su proporcionalidad, esto es, si el impago producido por el deudor es lo suficientemente grave y equitativo respecto a la duración del contrato y a la cantidad total adeudada. Es evidente, que el impago de una cuota de un contrato de larga duración como suelen ser los préstamos hipotecarios y de cantidades importantes conllevaría a una situación de desproporcionalidad, pues el impago de una sola cuota faculta al acreedor a la reclamación del total del principal, intereses y costas, a través de un procedimiento, en el que predomina la protección del acreedor y la limitación de los motivos de defensa del deudor.

Esta desproporcionalidad es la causa de la modificación del artículo 693 LEC, al aumentar a tres el impago de las cuotas mensuales o un número de cuotas tal que suponga que el deudor ha incumplido su obligación por un plazo al menos equivalente a tres meses. Una ampliación que también puede considerarse insuficiente, pues el incumplimiento sigue siendo desproporcional tomando en consideración la duración y cantidad que normalmente caracterizan a los contratos de préstamo hipotecario.

Ante esta problemática surge el interrogante de si la cláusula de vencimiento anticipado puede ser subsanada, y, por tanto, no declarada su nulidad vía integración por una norma de nuestro ordenamiento jurídico que prevea la posibilidad del vencimiento anticipado o la imposición de los intereses de demora en condiciones dispares a los pactados. A pesar de que pueden sostenerse opiniones contradictorias, existe doctrina del Tribunal de Justicia de la Unión Europea que se pronuncia en contra de tal subsanación, en concreto en su sentencia de 14 de junio de 2012, al afirmar que «a la luz de cuanto antecede, procede responder a la segunda cuestión prejudicial que el artículo 6, apartado 1, de la Directiva 93/13 debe interpretarse en el sentido de que se opone a una normativa de un Estado miembro, como el artículo 83 del Real Decreto Legislativo 1/2007, que atribuye al juez nacional, cuando éste declara la nulidad de una cláusula abusiva contenida en un contrato celebrado entre un profesional y un consumidor, la facultad de integrar dicho contrato modificando el contenido de la cláusula abusiva».

### 2.1.2. *Cláusula de intereses de demora*

Una de las principales novedades de la Ley 1/2003 se concreta en la limitación de los intereses de demora que hasta el momento debía pagar el ejecutado. Esta limitación se regula en la disposición transitoria segunda de este texto normativo que complementa la prohibición contenida en el artículo tres apartado dos del mismo cuerpo legal, mediante el cual se reforma la norma 114 de la Ley hipotecaria, en el sentido de prohibir que los intereses de demora de préstamos o créditos para la adquisición de vivienda habitual, garantizados con hipotecas constituidas sobre la misma vivienda, no podrán ser superiores a tres veces el interés legal del dinero y sólo podrán devengarse sobre el principal pendiente de pago.

En este punto, el problema que se plantea radica en determinar, en aquellos supuestos en que es declarada la abusividad de una cláusula, si ésta es inaplicable o, por el contrario, si la misma puede ser subsanada por una norma interna. Con anterioridad, es preciso realizar dos matizaciones respecto de la literalidad del artículo 114 de la Ley hipotecaria y de la disposición transitoria segunda de la Ley 1/2013.

En primer lugar, la finalidad de la constitución de la escritura pública de préstamo debe ser para la adquisición de la vivienda habitual, y en segundo lugar, la garantía hipotecaria recaerá en la propia vivienda habitual, a sensu contrario, en los demás supuestos resulta inaplicable la limitación contenida en la norma 114 de la Ley hipotecaria.

Efectuadas estas matizaciones deviene necesario pronunciarse respecto de la aplicación de la cláusula considerada abusiva. En la práctica forense existen dos tesis, la primera de ellas, defiende la inaplicación de ésta por ser contraria a los derechos de los consumidores y usuarios al situarlos en una posición de desequilibrio y de indefensión, que tiene como consecuencia su nulidad. Sin embargo, una segunda postura relativiza las consecuencias de la declaración de abusiva. Así, si bien admiten la no reclamación de la cantidad de intereses de demora superior a tres veces el interés legal del dinero, sostienen la irrenunciabilidad del derecho del acreedor a reclamar el pago de los intereses de demora, por existir en nuestro ordenamiento jurídico una norma que lo permite como es el artículo 1108 del Código civil.

Tesis ésta que se encontraría en coherencia con el último de los apartados de la disposición transitoria segunda de la Ley 1/2013, al establecer que el Secretario judicial concederá un plazo de diez días para que el ejecutante recalculé la cantidad de intereses, debiendo el acreedor aportar de nuevo los documentos regulados en el artículo 573 LEC, referentes a la determinación del saldo deudor y la indicación de la forma utilizada en la práctica de la liquidación.

La limitación de la cuantía a reclamar en concepto de interés de demora resulta efectiva respecto de las hipotecas constituidas con posterioridad a la publicación de la Ley 1/2013 y a los procesos ya iniciados pero no concluidos a su entrada en vigor.

2.1.3. *El carácter abusivo de una cláusula contractual que constituya el fundamento de la ejecución o que hubiese determinado la cantidad exigible como motivo de oposición*

Este motivo de oposición es introducido en la Ley procesal como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley 1/2013. La determinación de la cláusula abusiva como motivo de oposición se produce tanto en sede de ejecución ordinaria, añadiéndose un séptimo apartado al artículo 557.1 LEC, como en el articulado de la ejecución hipotecaria, en concreto en el artículo 695 del texto procesal.

La introducción de este motivo de oposición es consecuencia de la doctrina del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, que sostiene que ante la imposibilidad de suspender la ejecución hipotecaria en base a un proceso declarativo en el que se discutiese cualquier aspecto relativo a la deuda y su cuantía, la adjudicación deviene irreversible. En consecuencia, sostiene la Sentencia que «procede declarar que un régimen procesal de este tipo, (...) puede menoscabar la efectividad de la protección que pretende garantizar la Directiva (véase, en este sentido, la sentencia de 13 de marzo de 2007, Unibet, C-432/05, Rec. p. I-2271, apartado 77)».

De este modo, el legislador introduce en el articulado que la Ley procesal dedica a la ejecución hipotecaria la posibilidad de alegar y discutir en su interinidad la existencia o no de una cláusula abusiva que ha constituido el fundamento de la ejecución hipotecaria, sin la necesidad de tener que esperar a la incoación de un juicio declarativo posterior, que, como hemos visto, no subsana una posible adjudicación errónea, en el caso de admitirse que la causa de la ejecución es una cláusula abusiva.

2.2. Otras modificaciones en el proceso de ejecución hipotecaria

2.2.1. *Presupuestos para la incoación de la ejecución hipotecaria*

La ejecución hipotecaria se configura como un proceso de ejecución de carácter especial. Característica común a todo proceso especial es su delimitación objetiva. De esta forma, su utilización se encontrará acotada a un determinado objeto, delimitado en el artículo 682 del texto procesal, al manifestar que las normas de este proceso sólo serán aplicables cuando la ejecución se dirija exclusivamente contra bienes hipotecados en garantía de la deuda por la que se proceda.

La primera de las premisas, es la constitución de una hipoteca sobre determinados bienes que se erija como garantía del cobro de las obligaciones contraídas por una determinada persona resultante de una relación jurídica. Sin embargo, esta primera exigencia era completada por el apartado segundo del mismo precepto 682 LEC. Es por ello, que no resultaba suficiente la existencia de la constitución de una hipoteca, pues además la Ley exigía que en la escritura de constitución de la hipoteca, se determinase el precio en que los interesados tasan la finca o bien hipotecado, para que sirviese de tipo en la subasta, y que en la misma escritura constase un domicilio, que fijará el deudor, para la práctica de los requerimientos y de las correspondientes notificaciones.

Con la entrada en vigor de la Ley 1/2013, se añaden dos elementos más a consignar en la escritura pública. El primero de ellos, en relación al valor del bien, se concreta en la adición de un nuevo apartado en que se exige que el tipo de la subasta no podrá ser inferior, en ningún caso, al 75% del valor señalado en la tasación realizada conforme a las disposiciones de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario.

El segundo de los presupuestos introducidos por este texto normativo recae sobre la calificación de la vivienda objeto de garantía hipotecaria, al afirmarse que en las escrituras de préstamo hipotecario sobre vivienda deberá constar el carácter, habitual o no, que pretenda atribuirse a la vivienda que se hipoteque. Se presumirá, salvo prueba en contrario, que en el momento de la ejecución judicial del inmueble es vivienda habitual si así se hiciera constar en la escritura de constitución. En consecuencia, el propietario de la vivienda, en caso de modificar su vivienda habitual, deberá realizar la correspondiente modificación de la escritura pública.

### 2.2.2. *Análisis del órgano judicial*

Debido al carácter imperativo de las normas reguladoras de la competencia en la ejecución hipotecaria, el primero de los análisis del órgano judicial deberá centrarse en la ratificación de su competencia para el enjuiciamiento del proceso. Ratificada la competencia para el enjuiciamiento de la ejecución hipotecaria, procederá al análisis de los requisitos de procedimentalidad de esta modalidad ejecutiva.

Es preciso señalar, que como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley 1/2013, el análisis del órgano judicial deberá recaer también en la comprobación de la indicación, en la escritura pública, de la calificación de la vivienda como habitual o no, de acuerdo con la literalidad del apartado tercero del artículo 21 de la Ley hipotecaria. Asimismo, como elemento de especial trascendencia, y fruto de la doctrina del Tribunal Superior de Justicia de la Unión Europea, deberá examinarse si existe en el título ejecutivo alguna cláusula que pueda ser calificada como de abusiva. Si bien este examen es de oficio, de considerar el órgano judicial de la existencia de esta posible circunstancia, señalará audiencia dentro de los cinco días siguientes a las partes, conforme a lo establecido en el artículo 552.1.2º LEC. Oídas las partes, el Juez resolverá en los siguientes cinco días mediante auto, existiendo tres posibles contenidos, dos de ellos regulados de forma expresa en la Ley procesal, y un tercero, que a pesar de omitirlo la Ley procesal, puede acontecer en la práctica. Así, en primer lugar, puede decretarse la improcedencia

de la ejecución en su totalidad; en segundo lugar, la ejecución puede inadmitirse, de manera parcial, eliminando la o las cláusulas abusivas, pero decretándose por el resto de lo solicitado, y, en tercer lugar, aunque no se encuentre previsto, de modo expreso, por la Ley procesal, existe la posibilidad de que oídas las partes se descarte el carácter abusivo de la cláusula, y se acuerde la ejecución solicitada.

### 2.2.3. *Incitación a la presentación de licitadores*

Diferentes modificaciones introducidas por la Ley 1/2013 en la ejecución hipotecaria, tienen como objetivo incentivar la presentación de licitadores a la realización del bien, en concreto, tres son las medidas que persiguen esta finalidad.

En primer lugar, se pretende conceder al futuro postor un conocimiento real del estado del bien. En la actualidad, las personas que acudían a pujar en la subasta asumían el riesgo de desconocer el estado actual de la finca, circunstancia que en alguna ocasión podía suponer un impedimento o un menoscabo para personarse a la misma. Para evitar tal circunstancia, la Ley 1/2013, concede la posibilidad al interesado en la subasta de solicitar del Tribunal inspeccionar el inmueble o inmuebles hipotecados, comunicándolo a quien estuviere en la posesión, solicitando su consentimiento. De esta forma, podrá adquirir conocimiento del estado actual. No obstante, esta petición no deviene vinculante, sino que se requiere como requisito la aceptación por parte de la persona que ostente la condición posesoria de la finca.

La predisposición y buena voluntad del poseedor repercute en el montante total de la deuda, pues si el Tribunal aprecia una actitud colaborativa del mismo, se le facultará a solicitar una reducción de la deuda hipotecaria de hasta un 2% del valor por el que el bien hubiera sido adjudicado. Con esta medida, el legislador intenta favorecer la personación en la subasta a efectos de que la misma no resulte desierta o infravalorada por falta de pujas.

En segundo lugar, se reduce la cantidad a depositar en la cuenta de depósitos y consignaciones del Juzgado, modificando la norma 647.1.3 de la Ley procesal. Así, si con anterioridad se exigía la presentación de resguardo de haber depositado en la cuenta de depósitos y consignaciones o de haber presentado aval bancario por el 20% del valor de tasación de los bienes, tal exigencia es flexibilizada en el sentido de resultar suficiente la consignación del 5% del valor de tasación. Asimismo, adjudicada la finca también se flexibiliza el plazo temporal del que dispone el adjudicatario para consignar la cantidad final, aumentándose el plazo temporal del que dispone el rematante para consignar en la cuenta de depósitos y consignaciones la diferencia entre lo depositado y el precio total del remate, duplicándose el mismo, al convertir los 20 días iniciales en 40, constituyendo ésta, una medida más, que podríamos englobar dentro de las novedades tendentes a facilitar la presentación de licitadores y facilitar sus pujas y adquisición de la finca.

### 2.2.4. *Protección del deudor*

El artículo 579 LEC, afirmaba que si subastados los bienes hipotecados o pignorados, su producto fuera insuficiente para cubrir el crédito, el ejecutante podrá pedir

el despacho de la ejecución por la cantidad que falte, y contra quienes proceda, y la ejecución proseguirá con arreglo a las normas ordinarias aplicables a toda ejecución. Sin embargo, con la entrada en vigor de la Ley 1/2013, la posibilidad de cubrir el montante total de la deuda mediante la aplicación del artículo 579 LEC, presenta ciertas excepciones.

Primero.—Se produce una disminución de la cantidad a pagar respecto de la deuda total en dos supuestos que se diferencian en cantidad y tiempo. El primero de ellos, establece la posibilidad de abonar por el deudor el 65% de la cantidad total que entonces quedara pendiente, incrementada exclusivamente en el interés legal del dinero hasta el momento del pago, en el plazo de cinco años desde la fecha del decreto de aprobación del remate o adjudicación. La segunda posibilidad es el pago del 80% de la cantidad pendiente en el transcurso de diez años. En ambos casos, el deudor quedará liberado de la cantidad restante. De lo contrario, podrá el acreedor reclamar la totalidad de lo que se le deba según las estipulaciones contractuales y normas que resulten de aplicación.

Segundo.—Transmisión de la vivienda. Esta segunda limitación de la deuda, se concreta para aquellos supuestos en que aprobado el remate o la adjudicación a favor del ejecutante, éste o aquél a quién se le hubiere cedido su derecho, proceda a la enajenación de la vivienda. En este caso, la deuda restante del ejecutado se verá disminuida en un 50% de la plusvalía obtenida en tal venta, para cuyo cálculo se deducirán todos los costes que debidamente acredite el ejecutante. Para que resulte efectiva esta posibilidad, la enajenación debe producirse en el transcurso de los diez años siguientes a la aprobación del remate o la adjudicación del ejecutante.

### 2.2.5. *Modificaciones en los supuestos de vencimiento anticipado*

Con la redacción original de la Ley procesal era suficiente acreditar el impago de una única mensualidad para iniciar la ejecución hipotecaria, esta fácil resolución contractual es modificada en número, aumentando hasta tres las mensualidades impagadas o resultando el incumplimiento contractual en un número de cuotas tal que suponga que el deudor ha incumplido su obligación por un plazo al menos equivalente a tres meses.

En cuanto a su dimensión formal, inicialmente se exigía, para proceder a la reclamación limitada a parte del capital o de los intereses, que esta estipulación constase inscrita en el Registro, formalidad que es suprimida, sustituyéndola por su previsión en la escritura de constitución por parte del Notario.

Para los supuestos en que se procedía a enervar el vencimiento anticipado se exigía que se consignase la cantidad exacta que por principal e intereses estuviere vencida a la fecha de presentación de la demanda, así como los vencimientos que se vayan produciendo hasta la fecha de dicha consignación, los intereses de mora devengados respecto de dichas cantidades y las costas.

Finalmente, el plazo temporal en relación a la posibilidad del deudor de liberar el bien es objeto de reducción. Así, si con anterioridad, la liberación de la vivienda sólo

podía producirse una sola vez cada cinco años, el vigente artículo 693 LEC reduce a tres los años que deben mediar entre la fecha de la anterior liberación y la del requerimiento de pago judicial o extrajudicial efectuada por el acreedor. La limitación de la utilización de la facultad liberatoria del bien por parte del deudor no existía en el texto originario del Cuerpo procesal, sino que es consecuencia de la introducción de un nuevo párrafo en el artículo 693 LEC, por parte de la Ley 41/2007, de 7 de diciembre.

### 2.2.6. *Regulación de la imposición de costas*

El artículo 575.1 bis de la Ley procesal establece una limitación en cuanto a la cantidad correspondiente a costas a reclamar, limitación que sólo resultará de aplicación en los supuestos en que la ejecución hipotecaria tenga por objeto la vivienda habitual, extremo que denota la importancia de especificar en la escritura pública el carácter de la vivienda, y que se concreta en la imposibilidad de que las costas exigibles al deudor superen el 5% de la cantidad que se reclame en la demanda ejecutiva.

Si bien esta limitación se encuentra regulada en los preceptos dedicados a la ejecución ordinaria la consideramos de aplicación al proceso hipotecario, en función del carácter supletorio de estas normas ante la ausencia de regulación específica. A diferencia de la previsión efectuada por el legislador para los intereses de demora, en cuanto a las costas no se pronuncia sobre a qué procesos le resulta de aplicación la nueva regulación. De forma analógica, consideramos que las normas a aplicar son las reguladas en la disposición transitoria segunda de la Ley 1/2013, y, por tanto, la limitación de las costas al 5%, es vigente para las hipotecas constituidas con posterioridad a la publicación de este texto normativo, en las hipótesis en que todavía no se hubiesen satisfecho, y en aquellos supuestos en que el Secretario judicial hubiese practicado la correspondiente tasación, se deberá proceder a realizarla conforme a la nueva normativa y límites legales.

*Federico Adan Domenech*  
Profesor Derecho procesal  
Universidad Rovira i Virgili

## 2. GRAN BRETAÑA: ALGUNOS CAMBIOS CONCURSALES

La reforma de la legislación concursal ofrece una interesante experiencia a partir del documento sometido a consulta pública por el Gobierno británico el pasado mes de julio (consulta abierta hasta el 10 de octubre de 2013), titulado «Red Tape Challenge - changes to insolvency law to reduce unnecessary regulation and simplify procedures». Los antecedentes de esta consulta se encuentran en un programa de reformas impulsado por el actual Gobierno británico, que también abarca el Derecho de sociedades.

En general, el documento parte de un alto grado de satisfacción por parte de los protagonistas del procedimiento de insolvencia. Sin embargo, existen una serie de cuestiones que deben ser objeto de mejora y reducir los costes del procedimiento concursal. Un ahorro que favorecerá a los acreedores, pues recibirán una mayor retribución en el marco de la insolvencia. En otros aspectos, el documento llama la atención por su mal funcionamiento. Es lo que sucede con las llamadas administraciones *pre-pack* –venta de un activo que se conviene antes de entrar en administración concursal y que se ejecuta una vez iniciada ésta– en las que se ha puesto de manifiesto una distorsión en cuanto a los costes. Algún estudio empírico ha puesto de manifiesto que el control de la retribución de los administradores concursales en este tipo de operaciones se produce cuando existen acreedores relevantes y que cuentan con garantías, que ejercen una especial supervisión de los administradores concursales. Situación que no se da ante un pasivo desperdigado entre una multitud de acreedores carentes de garantía.

El documento tiene tres partes. La primera se dedica a los cambios –que el propio documento califica como técnicos– de la reglamentación que afecta a los que podríamos traducir como administradores concursales (los *insolvency practitioners*).

La segunda parte del documento se centra en los cambios a introducir en el procedimiento concursal, al que se reprocha su falta de adaptación a la realidad actual. Es sobre todo el aspecto de las comunicaciones entre las partes del procedimiento y las reuniones o juntas de acreedores las que concentran las propuestas de reforma.

Finalmente, la tercera parte del documento se ocupa de cómo deben informar los administradores concursales sobre el comportamiento de los administradores de las sociedades insolventes. Es la parte con un contenido más interesante, puesto que enlaza la inhabilitación de los administradores de sociedades concursadas con el criterio general de la integridad en el desarrollo de los negocios y en la defensa de los acreedores y consumidores. La inhabilitación debe realizarse para mantener sus aspectos fundamentales como una institución civil, que no penal, pero de la que sería conveniente que se mejore la difusión de los informes que concluyen en una mala administración. De acuerdo con las estadísticas, la inhabilitación ha alcanzado a un 2% de los administradores de sociedades en concurso y su duración media es de 5,9 años (siendo los límites legales de un mínimo de 2 y un máximo de 15 años).

Juan Sánchez-Calero

### 3. LA DEROGACIÓN «HERMÈS» ¿CONSTITUYE UN CASO DE LEGÍTIMA DEFENSA?

En un reciente artículo (Revue des Sociétés, núm. 9, septiembre 2013, pp. 500-506), Hervé Le Nabasque comenta la Sentencia del Tribunal de Casación (com.) de 28 de mayo de 2013, FS-P+B, núm. 11-26.423, *Adam c/ Replingler*, en la que el Tribunal

confirma decisiones adoptadas en otras instancias (Paris, 17 de febrero y 15 de septiembre de 2011) en virtud de las cuales se exceptuaba a la entidad Holding H51 de la obligación de lanzar una oferta pública de adquisición (OPA) al superar los umbrales establecidos en el Reglamento de la AMF sobre la base de lo establecido en el artículo 234-9, 7º de dicho Reglamento. Conforme a lo establecido en dicho precepto, cuando una entidad supera los umbrales que obligan a lanzar una OPA como consecuencia de una reorganización de las sociedades o personas que integran un mismo grupo, cabe invocar dicha circunstancia para eximirse de la referida obligación.

Ahora bien, la cuestión que se plantea y que subyace en esta operativa y a la que, lamentablemente, ni el Tribunal de Apelación ni el de Casación dan respuesta, es si la constitución de la sociedad Holding no puede entenderse como suerte de medida defensiva (frente, en este caso a LVMH). La finalidad de la constitución de ese Holding no era otra que evitar que LVMH incrementara su participación en el capital de Hermès al mismo tiempo que –los partícipes– podían obtener beneficios sin necesidad de vender sus acciones en el mercado con el riesgo de que LVMH fortaleciera su posición en la entidad. Porque de no haberse operado esa reorganización, LVMH habría tenido derecho a designar representantes en el Consejo de Vigilancia.

Al constituir el Holding ¿se produce un cambio de control? Ésa es la cuestión que subyace en el análisis que realiza el autor de la Sentencia del Tribunal de Casación. Y es que, en efecto, el régimen de las OPAs obligatorias constituye la respuesta a un cambio de control. El autor trata de analizar si, en definitiva, la reorganización operada tras la constitución del Holding implica un cambio de control o si, por el contrario, no altera en nada la esencia. El Tribunal entiende que las condiciones en que los miembros de la familia han venido desarrollando sus poderes de control se han mantenido estables a lo largo del tiempo. Y es que, en efecto, el Tribunal sostiene que el socio comanditario tenía en la Sociedad un fuerte poder gracias al apoyo del resto de los socios en virtud del contrato de sociedad, es decir, de los estatutos de la Sociedad SARL Emile Hermès.

En Derecho español, la prohibición de adoptar medidas defensivas sujeta a los administradores además de a cualquier órgano delegado o apoderado de los órganos de gestión y dirección una vez la OPA ha sido anunciada. Ahora bien, nada impide que, con carácter previo a la OPA, la sociedad adopte los acuerdos que estime oportunos porque nuestro legislador, a diferencia de cuanto establece la Directiva europea, no permite adelantar la aplicación de la regla de la pasividad al momento en que el órgano de administración «*tenga conocimiento de la inminencia de la oferta*» regla incorporada, entre otros, en el City Code rule 21.1. Obviamente el fallo que plantea la solución adoptada por el legislador español es que, a cambio de una mayor certeza jurídica, los administradores van a poder poner en marcha una estrategia defensiva en cuanto tengan conocimiento de la preparación de alguna operación si bien, en el esquema diseñado por el legislador, lo normal será que las medidas queden sometidas a la exigencia de su aprobación o ratificación por la Junta general salvo que consigan que éstas sean aplicadas completamente con anterioridad al anuncio.

*Isabel Fernández Torres*

#### **4. LEY 14/2013, DE 27 DE SEPTIEMBRE, DE APOYO A LOS EMPRENDEDORES Y SU INTERNACIONALIZACIÓN**

El 28 de septiembre de 2013 se publicó en el BOE la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. Su entrada en vigor se produjo al día siguiente de su publicación, a excepción de determinados preceptos, para los que se ha fijado otro día distinto (Disposición final decimotercera de la Ley).

La Ley se compone de un total de 76 artículos estructurados en un título preliminar y cinco títulos. También contiene dieciséis disposiciones adicionales, una transitoria, una derogatoria y trece finales.

La justificación de la Ley es la necesidad del emprendimiento de reformas, favorables al crecimiento y reactivación económica, para así solventar y superar la situación de crisis económica en que nos encontramos.

El título preliminar de la Ley «Disposiciones generales» (artículos 1-3) enuncia el objeto de la Ley, su ámbito de aplicación y la definición de emprendedor. Este concepto se define de forma amplia y engloba a aquellas personas físicas y jurídicas, que vayan a desarrollar o estén desarrollando una actividad económica productiva. Este concepto amplio no empece para que algunas de las disposiciones legales se apliquen exclusivamente a ciertos emprendedores.

El título I de la Ley «Apoyo a la iniciativa emprendedora» (artículos 4-22) contiene diversas medidas destinadas a incentivar y facilitar el emprendimiento empresarial. Cabe destacar la creación del «Emprendedor de Responsabilidad Limitada», en virtud del cual las personas físicas podrán evitar que la eventual responsabilidad derivada de las deudas empresariales, bajo ciertas condiciones, alcance a su vivienda habitual. También se crea una nueva sociedad, la «Sociedad Limitada de Formación Sucesiva», cuyo régimen se asimila al de la sociedad limitada, pese a carecer de capital legal mínimo. Se regula el «Acuerdo extrajudicial de pagos» que supone la inclusión de un nuevo título X en la Ley Concursal.

El título II de la Ley «Apoyos fiscales y en materia de Seguridad Social a los emprendedores» (artículos 23-30) contiene numerosas medidas aplicables a estos sectores destinadas a apoyar al emprendedor y facilitarle su desarrollo.

El título III de la Ley «Apoyo a la financiación de los emprendedores» (artículos 31-35) prevé medidas destinadas a facilitar la financiación a los emprendedores. Es objeto de reforma el régimen de los acuerdos de refinanciación previsto en la legislación concursal.

El título IV «Apoyo al crecimiento y desarrollo de los proyectos empresariales» (artículos 36-49) contempla en tres capítulos numerosas medidas destinadas a fomentar el crecimiento empresarial.

Por último, el título V «Internacionalización de la economía española» (artículos 50-76), compuesto de dos secciones, prevé diversos mecanismos (incluidos financieros) para el fomento de la internacionalización. También regula supuestos en los que se agilizan los trámites administrativos al objeto de atraer inversión y talento a España.

*Blanca Villanueva García-Pomareda*

## 5. DIRECTRICES DE ESMA SOBRE CONCEPTOS FUNDAMENTALES DE LA DIRECTIVA DE LOS GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS

1. El 13 de agosto de 2013, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, «European Securities and Markets Authority») publicó un documento de «Directrices sobre conceptos fundamentales de la DGFIA» que ha entrado en vigor el 13 de octubre de 2013 y tiene como objeto garantizar la aplicación común, uniforme y coherente de los conceptos que engloba la definición de Fondo de Inversión Alternativo (FIA) contenida en el artículo 4.1.a) de la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) núm. 1060/2009 y (UE) núm. 1095/2010 (DOUE L 174 de 1.7.2011) (Ver nuestra noticia «La Directiva 2011/61/UE sobre los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos», en esta RDBB 123, 2011).

Estas directrices –que, según decimos, buscan clarificar cada uno de los conceptos que integran la definición de FIA– se aplicarán también en la interpretación de las normas europeas de desarrollo de la Directiva 2011/61/UE, que son el Reglamento Delegado núm. 231/2013 y el Reglamento de Ejecución núm. 447/2013 de la Comisión (ver nuestra noticia «Desarrollo de la Directiva 2011/61/UE sobre Fondos de Inversión Alternativos mediante el Reglamento Delegado núm. 231/2013 y el Reglamento de Ejecución núm. 447/2013 de la Comisión», en esta RDBB 130, 2013). Sin perjuicio de esta eficacia extendida, el Documento de ESMA, en su epígrafe III, se cuida de advertir sobre el alcance limitado de estas directrices en dos sentidos: por una parte, la ausencia de todas o alguna de las características comprendidas en los conceptos definidos en el Documento no impedirá que las autoridades consideren que se trata de un FIA; y, por otra parte, las directrices no extienden su eficacia a la interpretación de los términos usados en otras Directivas sobre los OICVM, como la Directiva 2009/65/CE; o sobre la transparencia en el mercado de instrumentos financieros, como la Directiva 2010/73/CE.

Además, la ESMA utiliza este documento para establecer una serie de definiciones uniformes relacionadas con las directrices que contiene; como son las definiciones sobre «finalidad comercial o industrial general», «rendimiento conjunto», «facultad discrecional o de control ordinaria» y «grupo preexistente».

2. Este documento se ha dictado al amparo del artículo 16 del Reglamento (UE) núm. 1095/2010 que habilita a la ESMA para emitir directrices y recomendaciones dirigidas a las autoridades competentes o a los participantes en los mercados financieros (ver nuestro estudio «El Sistema Europeo de Supervisión Financiera», en esta RDBB 121, 2011). Por lo tanto, el propio documento, en su apartado IV, detalla las «obligaciones de cumplimiento y de información relativas a estas directrices».
3. El artículo 4.1.a) de la Directiva 2011/61/UE define los Fondos de Inversión Alternativos (FIA) como «*todo organismo de inversión colectiva, así como sus com-*

*partimentos de inversión que: i) obtenga capital de una serie de inversores para invertirlo, con arreglo a una política de inversión definida, en beneficio de esos inversores, y ii) no requiera autorización de conformidad con el artículo 5 de la Directiva 2009/65/CE», que es la Directiva sobre los OICVM (sobre esta noción, ver «Fondos de Inversión Alternativos. Crisis y regulación. Verdades y mentiras (Hedge Funds. Crisis and regulation. Trues and Lies)», junto con Sánchez-Calero Guilarte, J., EPrint núm. 2013/72 UCM).*

4. En consecuencia, el documento de ESMA interpreta los distintos componentes que integran aquella definición y establece las siguientes directrices:
  - a. Directrices sobre el tratamiento de los compartimentos de inversión de un vehículo (apartado V). Señala que, en el caso de que un compartimento de inversión de un vehículo reúna todos los elementos de la definición de FIA, se considerará que el vehículo en su conjunto constituye un FIA.
  - b. Directrices sobre vehículo de inversión colectiva (apartado VI). Se considerarán como tales aquéllos en los que concurren todas las características siguientes: el vehículo carece de una finalidad comercial o industrial general, reúne capital de los inversores para generar un rendimiento colectivo y la totalidad de los inversores (partícipes o accionistas del vehículo) carecen de una facultad discrecional o de control ordinarias.
  - c. Directrices sobre obtención de capitales (apartado VII). Se considera obtención de capital de los inversores la realización de acciones comerciales directas o indirectas con el objetivo de la transferencia o el compromiso de aportación de capital por uno o varios inversores al vehículo con el fin de que se invierta tal capital con arreglo a una política de inversión definida. No se considera captación de capital aquel aportado por miembros de un grupo preexistente (grupo de miembros de una familia unidos por lazos familiares estrechos).
  - d. Directrices sobre la pluralidad de inversores (apartado VIII). El vehículo debe regirse por unas normas que no restrinjan la captación de capital a un solo inversor (aunque en la práctica la entidad sólo tenga uno). Lo anterior es compatible con estructuras de tipo principal/subordinado («master/feeder»), fondos de fondos, donde este es el único inversor en el vehículo subyacente y los vehículos en los que el inversor único es una persona designada que actúa como agente de varios inversores y agrega sus intereses con fines administrativos (por ejemplo, a través de cuentas «nominee»).
  - e. Directrices sobre la política de inversión definida (apartado IX). Los factores que indican, de manera individual o conjunta, la existencia de dicha política son los siguientes: i) la política de inversión se determina, como muy tarde, cuando los compromisos de los inversores son vinculantes para estos; ii) la política se encuentra en una de las normas o de los documentos constitutivos del vehículo; iii) es vinculante para la entidad gestora, de modo tal que los inversores puedan exigirle legalmente su cumplimiento; iv) contiene directrices de inversión (referidas a las categorías de activos, estrategias, áreas geográficas, apalancamiento, periodos de tenencia mínimos u otras restricciones para procurar la diversificación de riesgos).

5. En conclusión, en la regulación comunitaria de los FIA –de manera semejante a lo que ocurre en los otros aspectos del mercado financiero– se produce una especie de «big bang» regulatorio que multiplica los criterios vinculantes que deben tener en cuenta los operadores del mercado.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## **6. GRAN BRETAÑA: RETRIBUCIÓN DE ADMINISTRADORES Y VOTO VINCULANTE DE LA JUNTA**

El Derecho británico de sociedades ha sido pionero e influyente en relación con el régimen aplicable a la retribución de los administradores en las sociedades cotizadas. De hecho, las líneas fundamentales del ordenamiento europeo que luego ha influido sobre las normativas nacionales se remontan a las normas aprobadas hace más de diez años en Gran Bretaña. Esta circunstancia reviste de interés a los cambios en dicha regulación, que han sido notables en los últimos tiempos y que presentan como hito más reciente la aprobación de la normativa que desarrolla la *Enterprise and Regulatory Reform Act 2013*. Dentro de esa Ley, uno de los cambios más significativos es el que convierte el voto de la junta sobre el informe anual de retribuciones en un voto vinculante.

Complementando la citada Ley, el Gobierno británico presentó una regulación titulada *The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013*, que se ocupa de determinar cómo debe prepararse, entre una abundante información societaria, la relativa a la retribución de los administradores, incluido el informe que debe ser aprobado por la junta general.

Esta normativa entró en vigor el pasado 1 de octubre.

*Juan Sánchez-Calero*

## **7. STS DE 20 DE JUNIO DE 2013: DAÑOS INDIRECTOS CAUSADOS POR LOS ADMINISTRADORES SOCIALES A LOS SOCIOS**

El Tribunal Supremo dictó el pasado 20 de junio de 2013 Sentencia (RJ 2013, 5187) desestimatoria del recurso de casación y del recurso extraordinario por infracción procesal interpuestos por un socio de una sociedad de capital contra la Sentencia dictada por la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 15), que había estimado el recurso de apelación interpuesto por los demandados en el procedimiento de primera instancia.

D. Jose Ignacio, titular del 50% del capital social de «AHF GESTIO EDUCATIVA, S.L.» (en adelante, AHF) ejerció demanda contra la sociedad AHF y contra dos administradores sociales de la misma. En la demanda acumulaba las siguientes acciones: (i) individual de responsabilidad, al amparo del artículo 135 de la hoy derogada Ley de Sociedades Anónimas (actual artículo 241 Ley Sociedades de Capital); (ii) de impugnación de acuerdos sociales de una junta general de la sociedad, por supuestos vicios de convocatoria.

El Juzgado Mercantil estimó íntegramente la demanda. Declaró que había irregularidades en la contabilidad de AHF y afirmó que si las cuentas anuales hubieran sido correctamente elaboradas, los beneficios de la sociedad hubieran sido los cuantificados por el actor. Al ostentar el 50% del capital social de la sociedad el socio demandante, el Juzgado estimó que la mitad de los beneficios totales serían los que le hubieran correspondido percibir. Por tanto, éste era el daño que había sufrido el actor a cuyo pago fueron condenados solidariamente los tres demandados. Asimismo, el Juzgado estimó que los administradores demandados habían traspasado a otra sociedad los locales de negocio sin el consentimiento ni percepción alguna por parte del actor. El Juzgado consideró que la mitad de lo que debía haberse percibido era el perjuicio indemnizable al actor y condenó a su pago a los dos administradores demandados. Por último, la Sentencia declaró la nulidad de los acuerdos impugnados adoptados en la junta general, por haberse adoptado con infracción de la legislación.

Frente a la Sentencia dictada por el Juzgado Mercantil, los demandados interpusieron recurso de apelación. La Audiencia Provincial estimó íntegramente el recurso. En primer lugar, discrepó del criterio seguido por el demandante consistente en demandar a la sociedad en el ejercicio de la acción individual de responsabilidad. Lo más relevante, la Sala consideró que el socio no estaba legitimado para el ejercicio de la acción individual por el no reparto de dividendos, pues no existía un perjuicio directo por esa razón. Asimismo, señaló que la reclamación fundada en que los beneficios sociales fueron distraídos por los administradores, determinaría en su caso un daño a la sociedad, pero no un daño directo a los socios. La Audiencia Provincial también estimó el recurso de apelación frente a la declaración de nulidad de la junta general.

El socio interpuso recurso de casación y recurso extraordinario por infracción procesal frente a la Sentencia dictada por la Audiencia Provincial, pero solo respecto a la acción de responsabilidad. El pronunciamiento de la Sentencia sobre la junta general no fue objeto de recurso. El Tribunal Supremo ha desestimado ambos recursos. El Tribunal, en su argumentación, hace un análisis sobre la diferencia entre la acción social y la acción individual de responsabilidad, con respecto al sujeto directamente dañado por la conducta ilícita que se impute a los administradores sociales. Al respecto, cita jurisprudencia que rechaza la posibilidad de que se ejercite la acción individual de responsabilidad cuando los daños sufridos por los socios hayan sido indirectos o reflejos, habiendo sido la sociedad la perjudicada directamente por la conducta ilícita. En estos casos, procede el ejercicio subsidiario de la acción social de responsabilidad, de conformidad con lo previsto en el vigente artículo 239 LSC, pero en ningún caso, es admisible el ejercicio de la acción individual de responsabilidad.

*Blanca Villanueva García-Pomareda*

## 8. GRAN BRETAÑA: REMUNERACIÓN, VOTO EN CONTRA RELEVANTE Y EXPLICACIÓN

Dentro de las distintas reformas que en Gran Bretaña se están produciendo en materia de gobierno corporativo, en fecha reciente ha presentado el *Financial Reporting Council* (FRC) un documento de consulta titulado «Directors Remuneration». La iniciativa que anima dicho documento es la de una eventual revisión del Código de Buen Gobierno del Reino Unido (*The UK Corporate Governance Code*) al objeto de introducir cambios en el tan debatido como polémico asunto de la retribución de los ejecutivos (administradores y directivos).

Esas modificaciones se aplazaron en tanto terminaba el proceso normativo sobre la votación por las juntas generales de este asunto. Como he tenido ocasión de señalar en una anterior nota publicada en este mismo número bajo el título «Gran Bretaña: retribución de administradores y voto vinculante de la junta», esa legislación ya se ha completado en su desarrollo y ha entrado en vigor el pasado 1 de octubre. Completado ese proceso, la consulta impulsada por el gobierno y ejecutada por el FRC se dirige a tres cuestiones de incuestionable interés y, en algún caso, de no menor complejidad. La primera cuestión afecta a las denominadas cláusulas «*clawback*». No son una solución exclusiva de contratos de servicios, sino una suerte de previsión contractual rescisoria de una prestación o de un acto, que influye en muchos otros ámbitos. En el de la retribución de administradores y directivos, la regulación financiera hizo ver la incompatibilidad entre programas de retribución variable y pérdidas de la entidad. Una incompatibilidad que justificaba que se recomendaran cláusulas que legitimaban a la sociedad para recuperar esa retribución y, de forma, correspondiente, obligaban al administrador o directivo a restituirla.

El segundo punto afecta a lo que cabe denominar los «*intereses indirectos*» de los consejeros ejecutivos. Estos ocupan una posición central en el tratamiento del problema retributivo, pues son los protagonistas principales. El FRC señala la influencia que un consejero ejecutivo puede jugar en el consejo de otra sociedad en el que ocupa una posición no ejecutiva, que puede pretender utilizar para impulsar prácticas o criterios que favorezcan su posición ejecutiva en la primera sociedad.

Mención aparte merece el tercer apartado que consulta sobre cómo debe proceder la sociedad cuando un acuerdo en materia de retribución no alcanza una mayoría significativa de apoyo, que es una forma un tanto alambicada de hacer referencia a que se produzca un relevante voto en contra de la retribución de un consejero. ¿Qué es significativo? El documento recoge la opinión de algunos que consideran que un voto del 20% del capital rechazando la retribución lo es, siempre asumiendo la relatividad de cualquier porcentaje de capital.

Pues bien, hasta ahora se exige que la sociedad explique en su informe anual las razones que, en su opinión, justifican ese voto en contra y las medidas adoptadas para reducir esa discrepancia. Lo que ahora se consulta es si, en lugar de esperar a la publicación del citado informe anual, debe la sociedad publicar un hecho relevante tras la junta general recogiendo ese voto en contra significativo y explicando su valoración del mismo.

Son, como se advierte, tres cuestiones tan relevantes como delicadas y que afectan a aspectos centrales del «*problema retributivo*». En relación con esos tres puntos, el documento contiene pocas pero sumamente interesantes preguntas sobre eventuales modificaciones al Código. Como antecedentes facilita datos estadísticos relevantes con relación a las compañías incluidas en los índices FTSE 100 FTSE 250.

*Juan Sánchez-Calero*

## **9. XI SEMINARIO HARVARD-COMPLUTENSE: «RESTRUCTURING OF THE FINANCIAL SYSTEM AND NEW NEGOTIATION STRATEGIES»**

Los días 7, 8 y 9 de octubre de 2013 se celebró en las instalaciones de la Universidad de Harvard la undécima edición del Seminario que organiza el Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, con la colaboración del Real Colegio Complutense y el Institute for Global Law and Policy, de la Harvard Law School. Bajo la dirección del Profesor Juan SÁNCHEZ-CALERO y la coordinación de las Profesoras Mónica FUENTES e Isabel FERNÁNDEZ, se desarrolló con éxito el citado Seminario, cuyo programa puede consultarse en la página *web* del Departamento de Derecho Mercantil de la UCM.

Para su celebración ha sido esencial, una vez más, el patrocinio de ALLEN & OVERY (Madrid), BANCO SANTANDER, el ILUSTRE COLEGIO NOTARIAL DE MADRID y el COLEGIO DE REGISTRADORES DE ESPAÑA. Sin su generosidad no sería posible llevar a cabo esta iniciativa académica.

En el Seminario intervinieron más de treinta personas. Entre los participantes españoles, se encontraron distintos profesionales del Derecho (abogados, notarios, profesores universitarios y registradores). Contamos con seis interesantes conferencias sobre temas de actualidad, que se seguían de mesas redondas, en las que se discutían algunas de las cuestiones que había expuesto previamente el ponente o aquéllas otras que eran sugeridas por los integrantes de las respectivas mesas. A ello se sumaron cuatro conferencias de los profesores de la Universidad de Harvard, que nos permitieron una aproximación al sistema de enseñanza de la Universidad americana –muy distinto al de la Universidad española– así como al diverso tratamiento de ciertas instituciones jurídicas.

Fueron los Profesores de la Universidad Complutense de Madrid, Julio GONZÁLEZ, Isabel FERNÁNDEZ y Carmen ALONSO quienes dieron comienzo al Seminario con una conferencia compartida. En ella explicaron el principio de actuación temprana y los conceptos de reestructuración y resolución de entidades de crédito, a los que se refiere la Ley 9/2012, de 14 de noviembre. El acierto de la conferencia se constató con el interés que mostraron todos los presentes a las ideas expuestas por los tres ponentes. La mesa redonda que se formó a continuación fue moderada por el

Profesor Juan Ramón FERNÁNDEZ quien, tras unas breves exposiciones desde su perspectiva de administrativista, dio la palabra a los Profesores Jose Luis COLINO, Sagrario NAVARRO y Javier MARTÍNEZ, que expusieron parte de la problemática que suscita la aplicación de la citada Ley 9/2012.

El mismo día el Registrador de la Propiedad y Mercantil, Javier GÓMEZ GÁLLOGO, dio una conferencia, con claridad y concisión, sobre el recurso a la contratación de derivados por los inversores para alcanzar una posición vacía o *empty voting* –sin interés económico en la sociedad en la que invierten– y los eventuales conflictos de interés que pueden surgir. Moderó la mesa redonda el Abogado (ALLEN & OVERY) y Profesor Iñigo GÓMEZ-JORDANA que, además, compartió con los presentes sus consideraciones sobre algunos de los aspectos expuestos por el ponente. Después dio el turno de palabra a los integrantes de la mesa redonda: los Profesores Luz María GARCÍA, Emilio DÍAZ y María de la Sierra FLORES.

Continuando con la temática del sistema financiero, dieron sus respectivas conferencias los Profesores y Abogados, Alberto TAPIA e Iñigo GÓMEZ-JORDANA. El Profesor TAPIA expuso con concisión los aspectos mercantiles del FROB, mientras que el Profesor GÓMEZ-JORDANA explicó con claridad los efectos reales de la Ley 9/2012 sobre los contratos y sus garantías. Fue el Letrado del Banco de España, Julio PARDO, quien moderó la mesa redonda en la que intervinieron los Profesores Elisa LUCAS, Alfredo MUÑOZ, Mónica FUENTES y María T. ENCISO.

La Profesora Juana PULGAR dio una conferencia sobre la extinción de sociedad sin activos y el procedimiento concursal. Coordinó la mesa que se abrió a continuación el Profesor Jose Luis COLINO. Intervinieron las Profesoras Olga FRADEJAS, Eva RECAMÁN y Matilde CUENA.

La última ponencia corrió a cargo del Notario de Madrid, Ignacio GOMÁ, quien, con una estructura novedosa, se centró en el análisis de algunos núcleos más problemáticos del gobierno corporativo de las grandes sociedades –como la remuneración o la responsabilidad de los administradores–. La mesa redonda se moderó por la Profesora María ENCISO, que dio la palabra a los Profesores Javier MEGÍAS, Blanca VILLANUEVA, Ignacio ARAGÓN y Adolfo DOMÍNGUEZ.

Se prevé la publicación de las contribuciones al Congreso a través del Archivo institucional EPrints Complutense, dentro de la colección *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil* y que pueden consultarse a través de la *web* del Departamento.

Participaron en el Seminario Guhan SUBRAMANIAN, Reinier KRAAKMAN, Cass R. SUNSTEIN y Steve SHAVELL. Todos ellos Profesores de la Universidad de Harvard. Sus conferencias fueron de gran interés para los asistentes, que contestaron y discutieron las cuestiones planteadas por dichos Profesores.

Entre los mayores aciertos del Seminario destaca la posibilidad que nos ofrece a los asistentes de compartir nuestras impresiones y experiencias con otros profesionales del Derecho.

El Seminario resulta igualmente interesante desde la perspectiva extraacadémica o, si puedo llamarla, más humana. Durante estos días tenemos la ocasión de compartir

nuestro tiempo con otros profesionales en un ambiente distendido y en una ubicación privilegiada, como es la Universidad de Harvard y la ciudad de Boston.

*Blanca Villanueva García-Pomareda*

## **10. FONDOS DE ACTIVOS BANCARIOS: CIRCULAR 6/2013 DE LA CNMV**

El Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos, establece que los Fondos de Activos Bancarios (en adelante, FAB), a los que se refiere la disposición adicional décima de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, aplicarán en la elaboración de sus cuentas anuales, y en general, de cuantos informes contables deban rendir, las normas y principios contables contenidos en el Código de Comercio y el Plan General de Contabilidad, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre (en adelante, PGC), con las especialidades que, en su caso, se determinen mediante Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV).

Así pues, se dicta la Circular 6/2013, de 25 de septiembre, de la CNMV (BOE de 25 de octubre de 2013), con el objetivo de establecer con respecto de los FAB que no tengan títulos emitidos que estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, cuales serán las normas contables específicas que deberán aplicar en la elaboración de la información que tengan que rendir, además de cómo será la forma y contenido de presentación de las cuentas anuales, los estados financieros semestrales públicos y los estados reservados trimestrales de información estadística.

La necesidad de tenerse que procurar tal desarrollo normativo contable por esta Circular viene dada por dos motivos. Estos son, uno por razón de las especificidades propias de los FAB, y otro por cuenta de las exigencias de transparencia del mercado.

En efecto, la primera de las razones se debe a que si bien se parte de la tenencia en cuenta de los principios y normas contables contenidos en el Código de Comercio y en el PGC, la naturaleza e idiosincrasia legal y operativa que detentan los FAB, hace que sea oportuno procurar una adaptación normativa para aquellas transacciones y sucesos que, por su especificidad, no se contemplan o abordan con suficiente detalle en los correspondientes desarrollos reglamentarios de la legislación mercantil.

El segundo de los motivos se justifica en aras de dotar de mayor transparencia al mercado, al permitirse mediante la configuración del marco contable específico que los FAB deberán aplicar en la elaboración de la información que tengan que rendir, que sean públicamente conocidas todas las circunstancias que pueden influir en la determinación del valor del patrimonio y las perspectivas de la institución, posibilitándose así su seguimiento y evolución agregados a nivel europeo.

El contenido de esta Circular se encuentra estructurado en dieciocho normas, repartidas en seis capítulos, una disposición transitoria y una disposición final.

El capítulo primero de la Circular recoge las disposiciones generales, en concreto, el objeto y ámbito de aplicación de la Circular, así como la forma de presentar la información a la CNMV.

El capítulo segundo de la Circular, tomando como base los principios contables generales contenidos en el PGC, atiende a establecer los criterios contables específicos a aplicar para el reconocimiento y valoración de las operaciones de los FAB que por su naturaleza no estén expresamente regulados en el PGC o que, estando, precisen de mayor concreción o detalle.

Ubicados en este marco de referencia, merecen reseñarse tres cuestiones. Estas son, la no diferenciación entre activos y pasivos corrientes y no corrientes, la existencia de una sección en el balance relativa al patrimonio neto, así como la distinción que se realiza entre existencias e inversiones.

En efecto, uno de los criterios que merece detallarse es la clasificación de activos y pasivos en el balance por naturaleza y atendiendo a su liquidez, sin diferenciarse entre activos y pasivos corrientes y no corrientes (artículo 6 y 11 Circular 6/2013, de 25 de septiembre). Con ello se está atendiendo a la especificidad de estas estructuras y a la naturaleza de sus activos y pasivos. Aunque no tienen la consideración de entidades de crédito, sí comparten con ellas en gran medida una tipología semejante de activos, que se concretan, por el lado de los activos, en derechos de crédito e inmuebles, y por el lado de los pasivos, en deudas, fundamentalmente financieras, en forma de bonos o préstamos obtenidos. De ahí que se haya decidido importar a estos efectos los criterios de clasificación de la Circular 4/2004, de 22 de noviembre, del Banco de España. Adicionalmente se ha considerado que dicha clasificación, entre corriente y no corriente, no es relevante, porque dada la naturaleza meramente instrumental de los pasivos, que tienen como única garantía y medio de cobro los activos transferidos, no será evidente, sobre todo en los eventualmente más subordinados, cuándo nace la obligación de pago y cuándo se espera su vencimiento o liquidación. En relación con los activos, se trata de estructuras con un propósito singular y exclusivo que no es otro que maximizar los rendimientos de los inversores. Por ello se ha estimado más relevante y de menor complejidad eliminar la distinción entre corriente y no corriente y clasificarlos por naturaleza, aportando información adicional sobre vencimientos en notas o estados anexos.

Como segunda de las cuestiones que merece destacarse, y que representa una diferencia con la Circular 2/2009, de 25 de marzo de la CNMV, es la existencia de una sección en el balance, relativa al patrimonio neto (artículo 10 Circular 6/2013, de 25 de septiembre). Esto obedece a que la propia configuración jurídica otorgada a estas estructuras contempla la posibilidad de aportaciones a título de patrimonio. Por ello, se denota que los FAB pueden tener patrimonio, positivo o negativo.

Por último, se debe mencionar la distinción entre existencias e inversiones inmobiliarias. Esta última categoría es relativamente reciente en nuestra normativa contable española, habiendo sido importada de las normas internacionales de información financiera (en concreto la NIC 40 inversiones inmobiliarias). La distinción no es pacífica en la doctrina, por lo que las sociedades gestoras deberán aplicar cuidadosamente el juicio

profesional. Así pues y sin que sea posible dar reglas específicas que aborden todas las situaciones, el factor clave se basa en evaluar cuál es el propósito principal del inmueble. Cuando se trate de inmuebles en construcción con la finalidad de su promoción y venta en el curso ordinario de la explotación, se clasificarán como existencias. En aquellos supuestos en que el inmueble se mantiene con el fin de generar rentas de alquiler, la calificación que le corresponde es la de inversión inmobiliaria. Y en el caso del inmueble ya terminado que ni está destinado a su venta en el curso ordinario de la explotación ni a la obtención de rentas, sino que se mantiene con la finalidad de aprovecharse de las fluctuaciones en su valor de mercado, también procede su clasificación como inversiones inmobiliarias (artículo 8 Circular 6/2013, de 25 de septiembre). Este último supuesto es el más problemático de identificar, y en donde las sociedades gestoras deberán de analizar con cuidado, en el momento de su registro inicial, todos los hechos y circunstancias, así como su modelo de negocio antes de concluir si su finalidad principal es su venta, o su tenencia por un plazo indeterminado para obtener plusvalías.

Ubicados ahora en el capítulo tercero de la Circular, se proceden a establecer los modelos de estados semestrales públicos a remitir a la CNMV y su plazo de remisión. El conjunto de estados públicos incluye, además de los estados financieros principales previstos en el PGC, con las adaptaciones necesarias por la especificidad de la naturaleza de los FAB, determinados estados que incorporan desgloses adicionales sobre activos y pasivos de los FAB. Estos desgloses adicionales de información deberán ser suministrados asimismo formando parte de la memoria de las cuentas anuales (artículos 13 y 14 Circular 6/2013, de 25 de septiembre).

El capítulo cuarto se refiere a las cuentas anuales (artículo 15 Circular 6/2013, de 25 de septiembre) así como a determinados desgloses de información mínima a incluir en la memoria, adicionales a los previstos en el PGC, y que se derivan de la naturaleza específica que revisten los FAB (artículo 16 Circular 6/2013, de 25 de septiembre).

El capítulo quinto hace referencia al informe de gestión a incluir en los informes anuales y semestrales (artículo 17 Circular 6/2013, de 25 de septiembre).

Por último, el capítulo sexto, en línea con las iniciativas marcadas por el Banco Central Europeo, incorpora los modelos de información estadística trimestral a remitir por parte de las sociedades gestoras de dichos fondos (artículo 18 Circular 6/2013, de 25 de septiembre).

*Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda*

## **11. RESOLUCIÓN DEL ICAC: LA QUIEBRA DEL PRINCIPIO DE EMPRESA EN FUNCIONAMIENTO**

El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), ha dictado una Resolución con fecha 18 de octubre de 2013 (BOE 25 de octubre de 2013), sobre el mar-

co de información financiera cuando no resulta adecuada la aplicación del principio de empresa en funcionamiento. La simple enunciación del objeto de dicha Resolución destaca su interés puesto que, en suma, viene a establecer cuándo y cómo puede abandonarse en la formulación de las cuentas anuales uno de los principios esenciales de toda contabilidad como es el de empresa en funcionamiento. La cuidada introducción de la Resolución explica en su apartado I la habilitación del ICAC para llevar a cabo esta adaptación del citado principio y su transcendencia puesto que, como se indicó, comporta derogar uno de los principios básicos enunciados en el marco conceptual de la contabilidad que incluye el Plan General de Contabilidad y establecer los criterios conforme a los que llevar a cabo el registro y valoración de bienes y derechos así como la elaboración y formulación de las cuentas anuales (individuales y consolidadas) en ese extraordinario escenario.

No se trata de una cuestión con relevancia contable sino de una materia esencial en aquellas situaciones que la propia legislación mercantil contempla en la que es dudosa la continuidad de una empresa. A los administradores, como gestores y responsables de la llevanza de la contabilidad y formulación de las cuentas anuales, se les autoriza para que ante ciertos hechos, puedan poner de manifiesto a través de la Memoria que el citado principio de empresa en funcionamiento no puede seguir manteniéndose, con lo que las cuentas deberán adaptarse a los criterios que la Resolución ofrece a través de sus normas.

Desde un punto de vista corporativo y societario, es manifiesto que la contabilidad que debe llevarse conforme a esta Resolución, será la propia de aquellas empresas que se encuentran en situaciones de liquidación, como consecuencia de un acuerdo social o de la apertura de la correspondiente fase concursal. Pero también se extienden las normas dictadas por el ICAC a otras situaciones que podríamos describir como dificultades financieras.

Transcribo los hechos o condiciones que la propia Resolución enuncia en su introducción como situaciones de las que cabe extraer dudas significativas sobre la continuidad de una empresa y que sus responsables deben ponderar en cuanto a si procede adaptar su contabilidad asumiendo el abandono del principio de empresa en funcionamiento. Esas situaciones son las siguientes:

*«Financieros: Posición patrimonial neta negativa o capital circulante negativo; préstamos a plazo fijo próximos a su vencimiento sin perspectivas realistas de reembolso o renovación, o dependencia excesiva de préstamos a corto plazo para financiar activos a largo plazo; indicios de retirada de apoyo financiero por los acreedores; flujos de efectivo de explotación negativos en estados financieros históricos o prospectivos; ratios financieros clave desfavorables; pérdidas de explotación sustanciales o deterioro significativo del valor de los activos utilizados para generar flujos de efectivo; atrasos en los pagos de dividendos o suspensión de estos; incapacidad de pagar al vencimiento a los acreedores; incapacidad de cumplir con los términos de los contratos de préstamo; cambio en la forma de pago de las transacciones con proveedores, pasando del pago a crédito al pago al contado; e incapacidad de obtener financiación para el desarrollo imprescindible de nuevos productos u otras inversiones esenciales, entre otros.*

*Operativos: Intención de la dirección de liquidar la entidad o de cesar en sus actividades; salida de miembros clave de la dirección, sin sustitución; pérdida de un mercado importante, de uno o varios clientes clave, de una franquicia, de una licencia o de uno o varios proveedores principales; dificultades laborales; escasez de suministros importantes; y aparición de un competidor de gran éxito, entre otros.*

*Legales o de otra índole: Incumplimiento de requerimientos de capital o de otros requerimientos legales; procedimientos legales o administrativos pendientes contra la entidad que, si prosperasen, podrían dar lugar a reclamaciones que es improbable que la entidad pueda satisfacer; cambios en las disposiciones legales o reglamentarias o en políticas públicas que previsiblemente afectarán negativamente a la entidad; catástrofes sin asegurar o aseguradas insuficientemente cuando se producen.*

*La significatividad de dichos hechos o condiciones, a menudo, puede verse mitigada por otros factores. Por ejemplo, el efecto de la incapacidad de una entidad para reembolsar su deuda puede verse contrarrestado por los planes de la dirección para mantener flujos de efectivo adecuados por medios alternativos, como, por ejemplo, mediante la enajenación de activos, la renegociación de la devolución de los préstamos o la obtención de capital adicional. De forma similar, la pérdida de un proveedor principal puede mitigarse por la disponibilidad de una fuente alternativa de suministro adecuada».*

Juan Sánchez-Calero



---

# BIBLIOGRAFÍA

---



## DERECHO BANCARIO

### OBRAS GENERALES

AA.VV., «Sistema Bancario», colección *Derecho de la Regulación económica* (dirs. Muñoz Machado/Vega Serrano), t. X (2013), 942 pp.

### EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

DI CATALDO, V., «L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni. Le ragioni del cliente», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 1ª (2013), p. 231.

FARIA, J.M., «Notas sobre o Decreto-Lei Núm. 58/2013 (capitalização de juros e consequências da mora nas operações de crédito)», en *Revista da Banca*, núm. 73 (2012), p. 77.

### NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

ACCETTELLA, F., «L'Accordo di Basilea III: contenuti e proceso di recepimento all'interno del diritto dell'EU», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 1ª (2013), p. 462.

### ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

ÁVILA ORIBE, J.L., «Reestructuración y resolución de entidades de crédito ex Ley 9/3012 y expropiación forzosa», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 19 (2013), p. 47.

PALOMAR OLMEDA, A./COLOMER HERNÁNDEZ, I., «Aspectos administrativos y procesales de los actos de reestructuración bancaria ex Ley 9/2012», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 19 (2013), p. 133.

### CAJAS DE AHORROS

TANZI, M., «Sulle c.d. fondazioni bancarie: alcune considerazioni critiche», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 1ª (2013), p. 257.

### ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

VICARI, A., «I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 1 (2013), p. 128.

### RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)

«Responsabilité de la banque pour renseignements inexacts au sujet d'un gérant externe: Une analyse de la jurisprudence du Tribunal fédéral», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, núm. 3 (2013), p. 220.

### BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

ALVES, A.A., «Ausência de granularidade, concentração sectorial e capital económico», en *Revista da Banca*, núm. 73 (2012), p. 5.

FRIGENI, C., «Segnalazioni presso le centrali rischi creditizie e tutela dell'interessato: profili evolutivi», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 1ª (2013), p. 365.

## CONTRATOS BANCARIOS

ADELIN, S., «The forum non conveniens doctrine put to the test of uniform private international law in relation to air carriers' liability: lack of harmony between US and French decisional outcomes», en *Uniform Law Review*, núm. 2 (2013), p. 313.

ALEJANDRE GARCÍA-CEREZO, F.M./LUNA YERGA, A./XIOL BARDAJÍ, Mª, «Crisis económica y cláusula «Rebus Sic Stantibus»: ¿Cambio de vía en la jurisprudencia reciente del Tribunal Supremo?», en *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 3 (2013), p. 51.

ALESSI, R., «Gli obblighi di informazione tra regole di protezione del consumatore e diritto contrattuale europeo uniforme e opzionale», en *Europa y Diritto Privato*, núm. 2 (2013), p. 311.

BALESTRA, L., «Crisi dell'impresa e abusiva concessione del credito», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 1 (2013), p. 109.

BARÓ CASALS, A., «Régimen de dotaciones en caso de refinanciación de créditos bancarios», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 19 (2013), p. 397.

BÖGER, O., «Close-out netting provisions in private international law and international insolvency law (Part I)», en *Uniform Law Review*, núm. 2 (2013), p. 232.

BONELLI, F., «Presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.: poteri e responsabilità», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 2 (2013), p. 215.

BUSTO LAGO, J.M., «Sentencia de 21 de noviembre 2012 (RJ 2012, 11052). Acción de nulidad de contrato de permuta financiera de tipos de interés (swap) fundada en error en el consentimiento derivado de pretendidos defectos en la información precontractual. Inexistencia. La incertidumbre de la ganancia y el riesgo de pérdida propio de los contra-

tos con componentes aleatorios», en *Cuadernos Civitas de jurisprudencia civil*, núm. 92 (2013), p. 581.

CEDEIRA BRAVO DE MANSILLA, G., «Efectos del pago anticipado de una deuda solidaria a plazos», en *Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial*, núm. 31 (2013), p. 231.

CORDERO LOBATO, E., «Control judicial sobre cláusulas abusivas y ejecuciones hipotecarias», en *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 2 (2013), p. 205.

DE LA TORRE OLID, F., «La gestión de negocios ajenos sin mandato. Responsabilidad derivada de la extralimitación en la contratación bancaria», en *Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial*, núm. 31 (2013), p. 203.

D'IPPOLITO, E., «Dopo le Sezioni Unite in tema di ripetizione di pagamenti anatocistici: questione aperte», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 2ª (2013), p. 334.

ENGERT, A., «Regelungen als Netzgüter: Eine Theorie der Rechtsvereinheitlichung im Vertragsrecht», en *Archiv für die Zivilistische Praxis*, núm. 3 (2013), p. 321.

ESPÍN GUTIÉRREZ, C., «La prohibición de calificar como subordinados los créditos transmitidos a la SAREB», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 19 (2013), p. 385.

FORCELLINI, F., «La clausole generali tra struttura e funzione», en *Europa y Diritto Privato*, núm. 2 (2013), p. 395.

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F., «Los principios de UNIDROIT sobre las cláusulas de close-out netting», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 19 (2013), p. 23.

GIORGINI, G.C., «Il centro degli interessi principali del debitore insolvente in diritto comparato», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 3 (2013), p. 612.

GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, Mª B., «Sentencia de 21 marzo de 2012 (RJ 2012, 5571). Cumplimiento del contrato en interés del concurso y créditos contra la masa», en *Cuadernos Civitas de jurisprudencia civil*, núm. 92 (2013) p. 13.

- JACQUEMOUD, P.; PASQUIER, A., «Postposition (subordination)», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, núm. 4 (2013), p. 292.
- KARTON, J./WYNNE, S., «Canadian courts and uniform interpretation: an empirical reality check», en *Uniform Law Review*, núm. 2 (2013), p. 281.
- LENER, R., «Sui certificati bancari di deposito», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 1ª (2013), p. 351.
- LOTTA, F., «Gli indici di anomalia del lease back nella recente giurisprudenza», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 2ª (2013), p. 356.
- MAFFEIS, D., «Costo impliciti nell'interest rate swap», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 3 (2013), p. 648.
- MAYORGA TOLEDANO, Mª C., «Información, diligencia y responsabilidad contractual: clientes minoristas versus participaciones preferentes, reflexiones al hilo de la SAP de Jaén de 28 de enero de 2013», en *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 2 (2013), p. 107.
- MUCCIARONE, G., «Date valuta, di disponibilità e di stornabilità», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 1ª (2013), p. 314.
- PÉREZ BENÍTEZ, J., «Perjuicio patrimonial, interés de grupo y rescisión de garantías otorgadas en la financiación de grupos de sociedades», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 19 (2013), p. 155.
- PÉREZ CANOSA, C., «Condiciones generales de la contratación abusiva: cláusulas suelo en contratos de préstamo hipotecario a interés variable. Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013», en *Revista Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 4 (2013), p. 39.
- PESTANA DE VASCONCELOS, L.M., «A monetarização dos créditos de empréstimos bancários», en *Revista da Banca*, núm. 73 (2012), p. 33.
- REMIEN, O., «Public law and public policy in international commercial contracts and the UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts 2010: a brief outline», en *Uniform Law Review*, núm. 2 (2013), p. 262.
- RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E., «Limitación de responsabilidad, remisión de deudas y acuerdo extrajudicial de pagos en el Proyecto de Ley de Apoyo a los Emprendedores», en *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 5 (2013), p. 11.
- RUBIO TORRANO, E., «Incumplimiento de la obligación, resolución del contrato y excepción de contrato no cumplido», en *Revista Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 4 (2013), p. 33.
- SÁNCHEZ MARTÍN, C., «El control de transparencia de condiciones generales y cláusulas predispuestas. Su aplicación en la STS 241/2013, de 9 de mayo, sobre cláusulas suelo en préstamos con garantía hipotecaria», en *Diario La Ley*, núm. 8112, Sección Tribuna (25 de junio de 2013).
- SERRANO FERNÁNDEZ, Mª; SÁNCHEZ LERÍA, R., «Del Código Civil a las Directivas Comunitarias sobre derecho de la contratación: un recorrido por el deber de información precontractual al consumidor», en *Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial*, núm. 31 (2013), p. 23.
- SETTANNI, G./RUGGI, M., «Contratto di mutuo fondiario, superamento del limite di finanziabilità e nullità del negozio», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 2ª (2013), p. 391.
- SILVA-RUIZ, P.F., «El contrato de consumo en el Derecho puertorriqueño», en *Revista de Derecho Privado*, núm. 9-10 (2013), p. 77.
- VILLACORTA HERNÁNDEZ, M.A., «Evaluación legislativa de las participaciones preferentes en el Derecho comparado», en *Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial*, núm. 31 (2013), p. 271.
- VITERI ZUBIA, I., «La configuración del término en las propuestas de Derecho privado unificado de obligaciones y contratos para Europa», en *Revista de Derecho Privado*, núm. 9-10 (2013), p. 35.

CUENTA CORRIENTE

CASORIA, M., «Osservazioni in tema di sequestro penale di conto corrente, obblighi informativi e (ir-)responsabilità della banca nei confronti del correntista (dis)-informato», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 2ª (2013), p. 302.

GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

ALONSO-CUEVILLAS FORTUNY, V., «Sobre la preferencia concursal de la prenda de créditos futuros», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 19 (2013), p. 305.

CABANAS TREJO, R., «Transmisión de bienes hipotecados en el concurso de acreedores», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 19 (2013), p. 81.

CARRASCO PERERA, A., «Posibilidad y estrategias de reclamación de las garantías autónomas por el juicio ejecutivo de la LEC (1)», en *Diario La Ley*, núm. 8113, Sección Tribuna (26 de junio de 2013).

DE BIASE, P., «Osservazioni a Trib. Milano, 17 marzo 2012, in tema di fideiussore omnibus amministratore della società debitrice e artículo 1956 c.c.», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 2ª (2013), p. 424.

DE PUIG MATEU, J./DE PUIG VILADRICH, J., «El adiós a las cláusulas suelo y el debate sobre la retroactividad de su anulación», en *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 5 (2013), p. 157.

FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, A., «La calificación del crédito garantizado en el concurso del garante (A propósito de la Sentencia de la Sección 15ª de la Audiencia Provincial de Barcelona de 14 de enero de 2013)», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 19 (2013), p. 215.

GARCÍA DE PABLOS, J.F., «La cláusula suelo de las hipotecas», en *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 3 (2013), p. 207.

GARCÍA DE PABLOS, J.F., «Las modificaciones en el sistema de ejecución hipotecaria en España a la luz del Derecho comunitario», en *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 5 (2013), p. 171.

MANGANO, R., «Le garanzie rilasciate dal terzo non sopravvivono alla risoluzione del concordato preventivo», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 2ª (2013), p. 440.

MATEOS FERRES, M., «Nulidad de la cláusula suelo. Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013», en *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 5 (2013), p. 163.

MURGA FERÁNDEZ, J.P., «El transmitente en la subasta judicial: confirmación de una doctrina jurisprudencial uniforme en sede fiscal que resuelve una controvertida cuestión sustantiva», en *Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial*, núm. 31 (2013), p. 329.

PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., «La STS de 9 de mayo de 2013 sobre cláusulas suelo en contratos de préstamo hipotecario: entre la satisfacción y el estupor», en *El Cronista del Estado Social y Democrático*, núm. 38 (2013), p. 30.

RUIZ-RICO RUIZ, J.M.; LUCCHI LÓPEZ-TAPIA, Y., «El debido tratamiento de las ejecuciones hipotecarias a la luz de la reciente jurisprudencia del TJUE», en *Diario La Ley*, núm. 8139, Sección Doctrina (2 de septiembre de 2013).

CONTRATO DE LEASING

BERNÁLDEZ BERNÁLDEZ, M.P., «El arrendamiento financiero (leasing) tras la reforma de la Ley Concursal», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 19 (2013), p. 281.

PATRIARCA, C., «Il trattamento fallimentare del leasing tra tutela del credito del concedente e rispetto dalla par condicio creditorum», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 1ª (2013), p. 426.

## DERECHO BURSÁTIL

## EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

BASEDOW, J., «Frauenquoten oder Gesellschaftspolitik durch Privatrecht», en *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht*, núm. 3 (2013), p. 451.

BÜHLER, C.B., «Regulating Corporate Governance following the «Swiss Muesli» Recipe», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, núm. 2 (2013), p. 141.

CATAPANI, M.F., «Capital market law in Latin America: a comparative law approach», en *Uniform Law Review*, núm. 2 (2013), p. 201.

COTTINO, G., «Dela «vecchio» al nuovo azionario: con qualche avviso ai naviganti», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 1 (2013), p. 5.

LEÓN SANZ, F.J., «El gobierno corporativo de las sociedades cotizadas», en *Diario La Ley*, núm. 8109, Sección Tribuna (20 de junio de 2013).

QUIJANO GONZÁLEZ, J., «La sociedad cotizada ante el proyectado Código Mercantil», en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 288 (2013), p. 11.

SANTIAGATA, R., «I criteri per l'applicazione del divieto di interlocking directorates nei mercati bancari, finanziari ed assicurativi», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 1ª (2013), p. 241.

STANZIONE, D., «In tema di «equilibrio tra generi» nedgi organi di amministrazione e controllo di società quotate», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 1 (2013), p. 190.

TAVORMINA, V., «Ius variandi e contratti bancari», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 2 (2013), p. 309.

WEBER, R.H.; BAISCH, R., «Hybride Streitschlichtung im Finanzdienstleistungssektor», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, núm. 3 (2013), p. 191.

## OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

BRUZZONE, G./BOCCACCIO, M./SAIJA, A., «Le sanzioni delle Autorità indipendenti nella prospettiva europea», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 2 (2013), p. 387.

CHELI, E., «Osservazioni introduttive in ordine al potere sanzionatorio delle Autorità amministrative indipendenti», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 2 (2013), p. 329.

CHIEPPA, R., «La sanzioni delle Autorità indipendenti: la tutela giurisdizionale nazionale», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 2 (2013), p. 340.

CLARICH, M./ZANETTINI, L., «Le garanzie del contraddittorio nei procedimenti sanzionatori dinanzi alle Autorità indipendenti», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 2 (2013), p. 358.

COSTI, R., «Le sanzioni pecuniarie nel mercato finanziario», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 2 (2013), p. 331.

SCOGNAMIGLIO, A., «La giurisdizione sui provvedimenti sanzionatori della Consob», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 2ª (2013), p. 254.

## CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

BRODI, E., «La disciplina del cumulo di incarichi nel mercato finanziario tra causa di incompatibilità e cause di ineleggibilità», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 1ª (2013), p. 331.

CABALLERO, G., «The disposition of intermediated securities and the innocent acquirer rule: theory and reality - the Chilean case», en *Uniform Law Review*, núm. 2 (2013), p. 225.

CARRASCO GARCÍA, F.A., «El perfil de riesgo del cliente sobre sus preferencias de inversión desempeña «una función integradora»

ra del contenido del contrato»», en *Diario La Ley*, núm. 8110, Sección Documento on-line (21 de junio de 2013).

MERCADAL VIDAL, F./HERNÁNDEZ PAULSEN, G., «La comercialización de swaps de tipos de interés como parte de productos financieros (Comentario de la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 30 de mayo de 2013)», en *Diario La Ley*, núm. 8138, Sección Doctrina (31 de julio de 2013).

MONTALENTI, P., «Le agenzie di rating: appunti», en *Giurisprudenza Commerciale*, núm. 3 (2013), p. 511.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., «La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de «rating»», Cizur Menor (2013), 270 pp.

## OPAS

CONDE VIÑUELAS, V., «Últimas modificaciones normativas en materia de ofertas públicas de adquisición de valores», en *Diario La Ley*, núm. 8109, Sección Tribuna (20 de junio de 2013).

## SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

REBORD, J-Y.; KLUNGE, O., «Entrée en vigueur de l'ordonnance sur les fondations de placement et modification de la réglementation sur les placements collectifs de capitaux, quelle application du principe «same business, same risks, same rules» pour les placements collectifs immobiliers?», *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, núm. 4 (2013), p. 275.

# TITULOS VALORES

## VALORES MOBILIARIOS

### ACCIONES

GILI, SALDAÑA, M<sup>a</sup> A., «Sentencia de 2 de noviembre de 2012 (RJ 2012, 10422). Adquisición preferente de acciones: perfección del contrato y precio de transmisión», en *Cuadernos Civitas de jurisprudencia civil*, núm. 92 (2013), p. 489.

GINEVRA, E., «Azioni proprie, quorum assembleari e tipologia societaria», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 2<sup>a</sup> (2013), p. 316.

## TÍTULOS CAMBIARIOS

SALAMONE, L., «Cambiali ed assegni: eterografia delle sottoscrizioni, eteronimia dei rappresentanti, omissione della spendita del nome del rappresentato», en *Banca Bor-*

*sa Titoli di Credito*, núm. 4, parte 2<sup>a</sup> (2013), p. 409.

ZURIMENDI ISLA, A., «Sentencia de 2 de julio de 2012 (RJ 2012, 7421). Sobre la distinción entre *exceptio doli* y excepción de tráfico», en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 92 (2013), p. 219.

## CHEQUE

ABATE, D.D., «Levata del protesto di assegno rubato in presenza di firma di traenza chiaramente non riconducibile a quella del correntista», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 2<sup>a</sup> (2013), p. 281.

BELLANTE, M., «Pagamento di assegno non trasferibile a soggetto diverso dal prenditore: brevi riflessioni sulla natura della responsabilità della banca trattaria (o emittente) e della banca giratoria per l'incasso», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, núm. 3, parte 2<sup>a</sup> (2013), p. 271.

---

# RECENSIÓN

---



## **TÍTULO: LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA (AGENCIAS DE RATING)**

*Autor: Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda, Editorial Aranzadi, Cizur Menor, 2013, 268 pp.*

Resulta evidente que la información juega un papel esencial en la toma de decisiones de inversión en los mercados financieros. Por ello mismo, cuando una parte esencial de dicha información es analizada, sistematizada y valorada por organismos privados especializados, como son las agencias de calificación crediticia, surgen necesariamente una serie de cuestiones y problemas jurídicos, además de los económicos, que es preciso resolver. En ello se empeña la autora de esta monografía que, de forma valiente y eficaz aborda la cuestión de la responsabilidad civil de las agencias por ofrecer información no acorde con la realidad.

Las agencias de calificación surgen y tienen como función principal el análisis de la solvencia de los emisores, lo que conlleva una gran complejidad que se ha traducido en una creciente dependencia de los inversores de dichos informes de expertos. Como afirma la autora, sus dictámenes proporcionan no sólo confianza a los inversores, convirtiéndose en un elemento necesario en su valoración, bien como criterio de contraste o como único factor; sino que actúan como instrumento de las políticas reguladoras. Esa dependencia manifiesta del Mercado Financiero confiere un gran poder que la doctora Carmen Rojo contrasta con la desproporcionada falta de responsabilidad que lleva aparejada. Constatados quedan los evidentes conflictos de interés y otras situaciones que afectan a la parcialidad de sus calificaciones; las consecuentes actuaciones negligentes (con ejemplos paradigmáticos como el caso Lehman Brothers), materializadas en calificaciones benévolas que colaboraron necesariamente en la génesis y agravamiento de la crisis actual y su más que evidente contraste con las más severas calificaciones a este lado del Atlántico. Si a ello se añade que la consecuente, pero casi inexistente, pérdida de riesgo reputacional en el mercado y las carencias de los supervisores públicos no han hecho sino reforzar la posición de estas entidades, justifican sobradamente un análisis abocado a delimitar la responsabilidad civil para reivindicar su posición de responsabilidad.

La doctora Carmen Rojo aborda de forma más que solvente y con un fino análisis jurídico la compleja problemática, sistematiza muy acertadamente el libro en cuatro capítulos, partiendo en el primero de ellos de un estudio preliminar de estas entidades calificadoras, identificándolas e individualizándolas respecto de otros agentes profesionales que operan en el mercado. En primer lugar procede a realizar un minucioso recorrido por los orígenes y evolución de las agencias, explicando su actual posición en el mercado y su resistencia al deterioro por calificaciones negligentes. Resulta especialmente esclarecedora la referencia a las diferentes estrategias de estas agencias

para explotar su poder de mercado –*notching punitivo y strong-arm tactics*–, habiendo llegado a un modelo de comportamiento que genera una alta vulnerabilidad a los conflictos de interés. Otro aspecto esencial de este primer capítulo lo conforma un principio que se va a convertir en el leitmotiv de esta obra: la actividad principal de las agencias, esto es, la emisión de una calificación crediticia no es una mera opinión que genera impunidad civil a sus autores. Así, sus dictámenes suministran un plus adicional de confianza por la reputación y calidad de la agencia y, además, dado el carácter profesional de la actividad que realizan, les somete al cumplimiento de unos criterios de actuación –nivel de diligencia cualificado–, lo que para nuestro Derecho interno las situaría en una posición de responsabilidad civil.

En un segundo capítulo, se estudian las obligaciones de las agencias de calificación en relación con lo preceptuado en nuestro Código civil: legales, contractuales y extracontractuales. Por lo que respecta a las obligaciones legales, se concretan en tres ámbitos, universal, europeo y nacional. El contexto universal está representado especialmente por el Código de Conducta IOSCO de 2009, quien establece cuatro directrices o principios de los que emanan la exigibilidad o nivel de diligencia objetivo: calidad e integridad en el proceso de calificación, independencia y conflictos de interés, transparencia y oportunidad de revelación de las calificaciones y la información confidencial. En Europa, partiendo de los principios básicos que se recogen en el Código IOSCO, se han realizado esfuerzos por regular la actividad de las agencias, promulgando una serie de normas (entre ellas el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre y los cuatro Reglamentos Delegados de 21 de marzo de 2012) que se centran en el registro y supervisión de las agencias. Esta normativa incide en la actividad de carácter profesional que desempeñan y, por ello, la Autoridad Europea de Valores y Mercado verifica los requisitos técnicos de los métodos de análisis utilizados por las agencias para que sean capaces de garantizar el rigor y carácter sistemático. La doctora Carmen Rojo completa el estudio de las obligaciones legales con el repaso exhaustivo de las legislaciones internas de todo el mundo –como las de Estados Unidos, Japón, Australia– que han regulado específicamente sobre la materia. Entre ellas se encuentra la española, donde la autora parte de las normas sobre competencia y mercado de valores para delimitar el margen de actuación de las agencias.

El análisis de las obligaciones contractuales de las agencias de calificación lleva a la autora a defender el objeto mixto del contrato de calificación de emisiones –actividad evaluadora y resultado de la evaluación– para configurar las calificaciones como una herramienta integradora de las decisiones de negocios que supera el de mero instrumento estadístico. Por otro lado, de especial importancia, como apunta la doctora Carmen Rojo, es el hecho de que se exija a los emisores en determinadas circunstancias que aporten las calificaciones obtenidas para integrarlas en los folletos de emisión. Así pues, las obligaciones contractuales de las agencias se centran en realizar la evaluación de los valores emitidos según el estándar de diligencia profesional exigible en el sector, la determinación de la calificación de los valores emitidos en el plazo pactado y conforme al baremo y categorías fijadas por el evaluador y, finalmente, informar al emisor con anterioridad a la publicación de la calificación. Por último, en la esfera de las obligaciones extracontractuales, el criterio que permite imputar responsabilidad hace referencia de nuevo a su condición de profesional, como emisora de dictámenes

expertos realizados conforme a su *lex artis*, lo que anula su pretensión de impunidad por ofrecer «*simples opiniones*».

Uno de los dos capítulos dedicados a la responsabilidad civil se centra en la que las agencias contraen frente a los emisores a los que califican. Si bien es cierto que en un amplio grado se trata de una responsabilidad contractual, se especifica que las calificaciones pueden ser solicitadas o no solicitadas y participadas o no participadas, por lo que es necesario aquí contemplar también la concurrencia de responsabilidad extracontractual. Se analizan en este orden los códigos de conducta de las tres principales agencias, donde se justifica la reserva de la potestad de emitir calificaciones no solicitadas por el interés de los inversores en la publicación. Se dedica especial atención a aquellos casos de calificaciones solicitadas y no participadas y a las no solicitadas y no participadas, por entrañar mayor complejidad para delimitar el tipo de responsabilidad que generan, al resultar difusa la delimitación de las posibles situaciones en las que se producen –tratos preliminares, revocación, desistimiento, ...-. En el plano de la responsabilidad derivada del artículo 1902 del C. Civil, surgirá para las agencias cuando observen un comportamiento negligente del que se desprenda un daño, de tal manera que no se haya acomodado al estándar de diligencia definido por su categoría y condición profesional. En el caso, pues, de una calificación no solicitada, nuestro Derecho interno, así lo señala la autora, dispone de herramientas para defenderse de calificaciones negativas erróneas como las que proporciona la Ley de competencia desleal, exigiendo la reparación de daños patrimoniales y la Ley de protección al honor, para el caso del daño moral.

Por último, analiza el complejo tema de la responsabilidad de las agencias frente a los inversores. La cuestión que subyace es que si los inversores se convierten en usuarios de las informaciones emitidas por las agencias en el desempeño de su actividad profesional, en el caso de que las informaciones sean falsas o erróneas, están aquellos legitimados para exigir responsabilidad a las agencias. Otra vez la cuestión resulta contestada apelando al carácter profesional que las propias normas le confieren a la actividad de las agencias que operan legalmente (artículo 3.1.b del Reglamento 1060/2009) en conjunción con la aplicación del Código civil. No cabe, como acertadamente afirma la autora, buscar amparo o impunidad bajo el derecho a la libertad de expresión bajo la premisa de que son meras opiniones. Finalmente, la doctora Carmen Rojo señala que la compleja estructura de la inversión, basada en criterios de rentabilidad, riesgo y liquidez, limita el objeto de la responsabilidad al daño emergente, eliminando las posibilidades de reclamar el lucro cesante.

En definitiva, se trata de una obra muy bien escrita, valiente, con una construcción jurídica sólida e impecable y que resulta necesaria, precisamente por el poder e impunidad que acumulan las agencias de calificación, que comercian con confianza en un mercado cuyos productos son bienes intangibles de difícil valoración por los inversores.

*María Cruz Mayorga Toledano*

Profesora contratada doctora  
Universidad de Málaga



# ÍNDICE GENERAL DEL AÑO 2013

Revista   Página

## ARTÍCULOS

— Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías. <i>Juana Pulgar Ezquerro</i> . . . . .	129	7
— Sobreendeudamiento y prácticas hipotecarias de las entidades bancarias. <i>Fernando Zunzunegui</i> . . . . .	129	35
— La cuenta corriente a la luz de la Ley de Servicios de Pago (y de las normas de transparencia). <i>María Concepción Pablo-Romero Gil-Delgado</i> . . . . .	129	77
— Estudio jurídico de la ética profesional en el mercado de valores. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i> . . . . .	129	103
— El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MiFID. <i>Juan Luis Pulido Begines</i> . . . . .	130	7
— Crédito responsable: un nuevo concepto en nuestro ordenamiento. <i>Luis de la Peña y Juan López-Frías</i> . . . . .	130	47
— La defensa del deudor hipotecario en la venta extrajudicial. <i>Vicente Pérez Daudí</i> . . . . .	130	79
— Fraude fiscal y fraude mercantil en el Merger Leveraged Buy-OUT. <i>Miguel Gimeno Ribes</i> . . . . .	130	111
— Los modelos de organización institucional de las cajas de ahorro. <i>Rafael La Casa García</i> . . . . .	131	7
— Las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones y su relación con los principios configuradores de la sociedad anónima. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i> . . . . .	131	35
— A monetização dos créditos de empréstimos bancários. <i>L. Miguel Pestana de Vasconcelos</i> . . . . .	131	103
— Abuso de mayoría y de minoría en las sociedades de capital cerradas. <i>Javier Megías López</i> . . . . .	132	7

	<u>Revista</u>	<u>Página</u>
— Las agencias de calificación crediticia ante los nuevos retos regulatorios. <i>Juan Sánchez-Calero y Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	132	51
— La subordinación de créditos de las sociedades del mismo grupo y de sus “socios comunes” (ámbito significado y aplicación temporal del artículo 93.2.3º LC). <i>Mónica Fuentes Naharro</i> . .	132	77

## CRÓNICAS

— Transparencia sobre los derivados extrabursátiles. <i>María de la Sierra Flores Doña</i> . . . . .	129	159
— Restricciones a la remuneración de administradores y directivos de entidades de crédito: modos, intervención y gobierno corporativo. <i>Ramón Girbau Pedragosa</i> . . . . .	129	173
— Jornada sobre «Las agencias de <i>rating</i> en una nueva encrucijada» . . . . .	129	205
— Acto de presentación del Libro «Fernando Sánchez Calero. Maestro complutense» . . . . .	130	149
— Ventajas legislativas de las participaciones preferentes para convertirlas en un instrumento óptimo de financiación. <i>Miguel Ángel Villacorta Hernández</i> . . . . .	130	167
— Comercialización de participaciones preferentes entre clientela minorista. <i>Fernando Zunzunegui</i> . . . . .	130	239
— ADR: El ombudsman y su incorporación a los litigios bancarios en Suiza. <i>Ana Isabel Blanco García</i> . . . . .	130	273
— Instrumentos de coordinación en la Unión Europea en materia de rescate y resolución de entidades financieras. <i>Juan Antonio Pérez Rivarés</i> . . . . .	131	97
— Un nuevo instrumento financiero: el derecho de emisión de gases de efecto invernadero a la atmósfera. <i>Sara González Sánchez</i> . . . . .	131	121
— Derecho de sociedades y patrimonio neto tras la reserva de revalorización de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre. <i>Rafael Jordá García</i> . . . . .	131	155
— Una propuesta de adaptación del régimen de la prenda de valores de nuestro ordenamiento jurídico a las necesidades actuales del mercado financiero. <i>Enrique Moreno de la Santa García</i> . . . . .	131	179
— «Propiedad oculta» y «voto vacío» en la armonización de la transparencia corporativa. <i>María de la Sierra Flores Doña</i> . .	132	103

	Revista	Página
— La declaración de cláusula abusiva de intereses moratorios en el procedimiento monitorio. Su impacto en el sector bancario. <i>Rosalía Estupiñán Cáceres</i> . . . . .	132	133

## JURISPRUDENCIA

— Contrato de <i>confirming</i> y reconocimiento de créditos en caso de declaración de concurso del deudor. Aplicación del artículo 87.3 de la Ley Concursal. <i>María Sagrario Navarro Lérida</i> . . . . .	129	277
— Cuenta corriente bancaria: valor de los extractos y responsabilidad de la entidad bancaria. <i>Juan Flaquer Riutort</i> . . . . .	129	295
— Delimitación del error en los contratos de swap. <i>Celia Martínez Escribano</i> . . . . .	130	293
— La improcedencia del cobro de cuota de cancelación anticipada en un contrato de swap a la luz de los criterios de interpretación del Código Civil. <i>Julia Mas-Guindal García</i> . . . . .	131	219
— Responsabilidad del gestor de carteras de inversión. <i>Íñigo Damborenea Agorria</i> . . . . .	132	169

## NOTICIAS

— La Sentencia de la Corte Federal de Australia de 5 de noviembre de 2012 sobre responsabilidad civil de Standard & Poors por la indebida calificación de un instrumento financiero estructurado. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	129	315
— Servicios de Reclamaciones en materia financiera. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	129	318
— UNCITRAL y la insolvencia de instituciones financieras grandes y complejas. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	129	321
— Documento consultivo de la ESMA de Directrices y Recomendaciones sobre el objeto del Reglamento sobre las Agencias de Calificación Crediticia. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	129	322
— Anteproyecto de Ley de cajas de ahorro y fundaciones bancarias. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	129	324
— La jurisprudencia reciente sobre comercialización de contratos e instrumentos financieros complejos por los bancos: La justicia del caso concreto. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	129	326
— Proyecto de Real Decreto por el que semodifican los requisitos de honorabilidad, experiencia y buen gobierno en las entidades de crédito. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	129	330

	<u>Revista</u>	<u>Página</u>
— Primer Informe de la AEVM sobre riesgos de los mercados. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	129	331
— Modificación de la normativa reglamentaria sobre transparencia en el mercado de valores: El Real Decreto 1698/2012. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	129	332
— Deficiente información precontractual e inexistencia de contrato de intermediación financiera. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	129	336
— El nuevo Plan de Acción de la Comisión Europea en materia de Derecho de sociedades y gobierno corporativo. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	130	311
— Prolongación del régimen especial de no disolución de ciertas empresas despatrimonializadas. <i>Daniel Rodríguez Ruiz de Villa</i> . . . . .	130	322
— La Ley 1/2013 permite la liquidez anticipada de los seguros y planes de pensiones para evitar procedimientos de ejecución sobre la vivienda habitual. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	130	327
— Circular 1/2013, de 30 de enero, de la CNMV, sobre comunicación de informaciones relativas a empresas de servicios de inversión y sus sociedades dominantes y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i> . . . . .	130	330
— La Orden de 20 de marzo de 2013 sobre el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo de sociedades anónimas cotizadas y otros documentos y el equilibrio de género en los Consejos de administración de las sociedades cotizadas españolas. <i>María Isabel Huerta Viesca</i> . . . . .	130	332
— Importancia del orden del día de la junta ordinaria y validez del acuerdo de no ejercitar la acción social de responsabilidad contra los administradores sociales. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i> . . . . .	130	340
— Desarrollo de la Directiva 2011/61/UE sobre Fondos de Inversión Alternativos mediante el Reglamento Delegado núm. 231/2013 y el Reglamento de Ejecución núm. 447/2013 de la Comisión. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	130	342
— Derecho de la competencia « <i>private enforcement</i> » y el principio de tutela judicial efectiva. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i> . . . . .	130	345
— Los depósitos de dinero como elementos afectos al rescate de una entidad de crédito. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	130	348
— Sentencia del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo sobre un contrato de gestión de carteras de valores. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	130	350

	Revista	Página
— Nueva Sentencia del Pleno de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo de 18 de abril de 2013 sobre un contrato de gestión discrecional de cartera de inversión. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . .	131	321
— Nueva normativa sobre información al inversor en relación con las instituciones de inversión colectiva. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i> . . . . .	131	321
— Las facultades de investigación de la AMF y el secreto de la correspondencia con el abogado. <i>Isabel Fernández Torres</i> . . .	131	323
— Nueva normativa sobre información de instrumentos financieros. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i> . . . . .	131	324
— Completado el desarrollo reglamentario de la Ley de Economía Sostenible en materia de gobierno corporativo. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	131	324
— Modificación del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	131	326
— Trabajos de UNCITRAL sobre insolvencia. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	131	297
— Consulta de la Autoridad Europea de Valores y Mercados sobre normas técnicas de desarrollo del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . .	131	300
— Sociedades y autocartera. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	131	302
— Novedades legislativas y jurisprudenciales sobre los préstamos bancarios con garantía hipotecaria: la Ley 1/2013 y la Sentencia del Pleno de la Sala Civil del Tribunal Supremo de 9 de mayo de 2013. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	131	305
— Préstamo hipotecario: la Guía del Banco de España. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	131	308
— Sociedades cotizadas e informe de gestión. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	131	310
— La reforma de la ejecución hipotecaria. <i>Federico Adan Domenech</i> . . . . .	132	203
— Gran Bretaña: algunos cambios concursales. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	132	222
— La derogación “Hermès” ¿constituye un caso de legítima defensa? <i>Isabel Fernández Torres</i> . . . . .	132	223
— Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i> . . . . .	132	225
— Directrices de la ESMA sobre conceptos fundamentales de la Directiva de los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	132	226

	<u>Revista</u>	<u>Página</u>
— Gran Bretaña: retribución de administradores y voto vinculante de la junta. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	132	228
— STS de 20 de junio de 2013: daños indirectos causados por los administradores sociales a los socios. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i> . . . . .	132	228
— Gran Bretaña: remuneración, voto en contra relevante y explicación. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	132	230
— XI Seminario Harvard-Complutense: “Restructuring of the financial system and new negotiation strategies” <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i> . . . . .	132	231
— Fondos de activos bancarios: Circular 6/2013 de la CNMV. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i> . . . . .	132	233
— Resolución del ICAC: la quiebra del principio de empresa en funcionamiento. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	132	235

## BIBLIOGRAFÍA

— Bibliografía . . . . .	129	341
— Bibliografía . . . . .	130	355
— Bibliografía . . . . .	131	275
— Bibliografía . . . . .	132	241

## RECENSIONES

— AA.VV., <i>S.R.L./Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale</i> , por Juan Sánchez-Calero . . . . .	130	363
— Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda. <i>La responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia (agencias de «rating»)</i> , por María Cruz Mayorga Toledano . . . . .	132	251

## **CRITERIOS ORIENTADORES PARA LOS COLABORADORES DE LA REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL**

---

La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* publica, con una periodicidad trimestral, trabajos originales que contribuyan a dar a conocer al mundo académico y profesional las últimas aportaciones en materia de derecho bancario y bursátil, que sirvan de apoyo a las investigaciones que se realicen en este campo y garanticen el impacto de la Revista en el ámbito académico. Los trabajos en ella recogidos reflejan los puntos de vista de las personas o instituciones que los suscriben y no representan la opinión de la Dirección o Redacción de la Revista. Las opiniones en ella vertidas son responsabilidad exclusiva de sus autores y la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* declina cualquier responsabilidad derivada de los mismos.

El envío de originales supone la aceptación expresa de las siguientes condiciones:

1. Todos los trabajos y libros para reseñas deberán remitirse a la sede de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (c/ Quintana, 2, 2.º, 28008 MADRID), en caso de correo postal, o bien, a la dirección de correo electrónico: <rdbb@sanchezcalero.com>, a la atención de Mari Carmen Amor.
2. En caso de su envío por correo postal, los originales deberán presentarse, por medio de un texto impreso, acompañado del correspondiente soporte informático (Microsoft Word).
3. La recepción de los trabajos no implica compromiso alguno para su publicación. La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* se reserva el derecho preferente de publicar los artículos enviados, presumiendo que los mismos son inéditos y no se encuentran sometidos a evaluación por ninguna otra publicación.
4. El Consejo de Redacción de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, tras una preselección de los artículos recibidos, someterá los mismos a la revisión de dos árbitros anónimos y externos. Se comunicará a los autores la aceptación o no de los artículos y, si es caso, las indicaciones o sugerencias que los evaluadores hayan efectuado y el autor deba incorporar, indicándole asimismo el volumen y número en que se prevé la efectiva publicación del artículo.
5. Por regla general, los trabajos no superarán las 40 páginas a doble espacio, numeradas correlativamente. El tamaño de letra utilizado será del 12, y deberán ir precedidos de una hoja en la que figure el título del trabajo, el nombre del autor (o autores), situación académica y, en su caso, nombre de la institución científica a la que pertenecen.
6. El trabajo deberá ir acompañado igualmente, de un resumen de su contenido (de 100 a 125 palabras) y de 4 a 6 palabras clave, todo ello tanto en castellano como

en inglés. Si el autor no incluyera el resumen en inglés, aceptará la traducción realizada por la Revista. A continuación deberá incluirse un «Sumario» que permita identificar los distintos epígrafes y apartados del original.

7. Los trabajos destinados a la Sección «Jurisprudencia», además de contar con el contenido recogido en los números 5 y 6 anteriores, deberán ir precedidos de la cita textual o parcial (en los términos relevantes para el comentario) de los fundamentos de Derecho de la sentencia comentada.
8. Las notas se incorporarán a pie de página, y si se trata de referencias bibliográficas, aun cuando se mencione el autor en el texto, deberán guardar una numeración única y correlativa para todo el trabajo, debiendo acomodarse a la norma ISO 692/1987:
  - **LIBRO:** AUTOR, *Título de la publicación*, núm. Edición, lugar de publicación, editor, año, página (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Madrid, 2007, pp. 15 y ss.).
  - **ARTÍCULO:** AUTOR, «Título de artículo», *Título de la fuente (revista u obra colectiva)*, número, año, páginas (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., «De nuevo sobre la regulación de los grupos de sociedades», *RDBB*, núm. 77, 2000, pp. 7 y ss.).
9. El autor podrá auto-archivar en el Repositorio de su Institución la versión ya evaluada y aceptada por la Revista transcurridos 12 meses desde su publicación.























