REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL

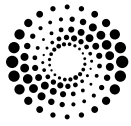
129

AÑO XXXII
ENERO-MARZO 2013

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN
BANCARIA Y BURSÁTIL

Director
Juan Sánchez-Calero Guilarte

LEX NOVA



THOMSON REUTERS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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: rdbb@sanchezcalero.com) a la atención de Mari Carmen Amor.*

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**

© Thomson Reuters Lex Nova
2013

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

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) 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 consecuente 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.

Thomson Reuters y y el logotipo de Thomson Reuters son marcas de Thomson Reuters.

Lex Nova es una marca de Thomson Reuters (Legal) Limited.

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

— Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías. *Juana Pulgar Ezquerra* 7

— Sobreendeudamiento y prácticas hipotecarias de las entidades bancarias. *Fernando Zunzunegui* 35

— La cuenta corriente a la luz de la Ley de Servicios de Pago (y de las normas de transparencia). *María Concepción Pablo-Romero Gil-Delgado* 77

— Estudio jurídico de la ética profesional en el mercado de valores. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* 103

CRÓNICA

— Transparencia sobre los derivados extrabursátiles. *María de la Sierra Flores Doña* 159

— Restricciones a la remuneración de administradores y directivos de entidades de crédito: modos, intervención y gobierno corporativo. *Ramón Girbau Pedragosa* 173

— Jornada sobre *Las agencias de* rating *en una nueva encrucijada* 205

La inserción de las agencias de *«rating»* en el incipiente gobierno de la globalización financiera. *Luis María Cazorla Prieto* 206

El *rating* como contrato. *Íñigo Gómez-Jordana* 214

La supervisión de las agencias de *rating* en Europa. *Raquel García Alcubilla* 219

Los *rating* de la deuda pública española. *María José Sánchez-Andrade Fernández* 228

Independencia y conflictos de interés en la actividad de las agencias de *rating*. *Manuel López Martínez* 238

Los *rating* no solicitados. *Alfredo Muñoz García* 246

Rating y responsabilidad civil. Una primea reflexión. *Mariano Yzquierdo Tolsada* 258

Conclusiones de la Jornada. *Alberto Javier Tapia Hermida* 265

Página

JURISPRUDENCIA

— Contrato de *confirming* y reconocimiento de créditos en caso de declaración de concurso del deudor. Aplicación del artículo 87.3 de la Ley Concursal. *María Sagrario Navarro Lérida* 277

— Cuenta corriente bancaria: valor de los extractos y responsabilidad de la entidad bancaria. *Juan Flaquer Riutort* 295

NOTICIAS

1. 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. *Alberto Javier Tapia Hermida* .. 315
2. Servicios de Reclamaciones en materia financiera. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* 318
3. UNCITRAL y la insolvencia de instituciones financieras grandes y complejas. *Juan Sánchez-Calero* 321
4. Documento consultivo de la ESMA de directrices y recomendaciones sobre el objeto del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia. *Alberto Javier Tapia Hermida* 322
5. Anteproyecto de Ley de cajas de ahorro y fundaciones bancarias. *Juan Sánchez-Calero* 324
6. La jurisprudencia reciente sobre comercialización de contratos e instrumentos financieros complejos por los bancos: La justicia del caso concreto. *Alberto Javier Tapia Hermida* 326
7. Proyecto de Real Decreto por el que se modifican los requisitos de honorabilidad, experiencia y buen gobierno en las entidades de crédito. *Juan Sánchez-Calero* 330
8. Primer Informe de la AEVM sobre riesgos de los mercados. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* 331
9. Modificación de la normativa reglamentaria sobre transparencia en el mercado de valores: El Real Decreto 1698/2012. *Alberto Javier Tapia Hermida* 332
10. Deficiente información precontractual e inexistencia de contrato de intermediación financiera. *Juan Sánchez-Calero* 336

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía 341

Artículos

REESTRUCTURACIÓN DE SOCIEDADES DE CAPITAL Y ABUSO DE MINORÍAS(*)

JUANA PULGAR EZQUERRA

Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

En el presente trabajo se abordan los mecanismos legales de defensa frente a las «minorías de control» no solo de socios, sino también en ocasiones de acreedores, que representan en el marco de acuerdos de refinanciación porcentajes ínfimos del pasivo y pueden actuar «bloqueando», en ocasiones en un ejercicio antisocial de sus derechos, la adopción de acuerdos sociales de restructuración o refinanciación que pueden resultar esenciales en orden a la pervivencia de la sociedad como organización y para el cumplimiento de las normas que disciplinan el capital social.

Palabras clave: *Reestructuración, refinanciación, disolución, exclusión, abuso de derecho, ejecución judicial de acuerdos.*

ABSTRACT

This study focuses on the legal defenses against controlling minorities, whether of shareholders or of creditors, that, even representing a small percentage in the company or the creditors, might have a factual veto right in the context of restructuring or refinancing agreements, that could be of vital importance for the subsistence of the company and in order to complain with legal capital requirements, and that could be observed under the light of an unreasonable exercise of rights.

Key words: *Restructuring, refinancing, dissolution, shareholders' exclusion, unreasonable exercise of rights, agreements court enforcement.*

SUMARIO

I. REESTRUCTURACIÓN SOCIETARIA Y AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD *VERSUS* CONCURSO DE ACREEDORES.

II. ABUSO DE MINORÍAS CREDITICIAS, ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN Y RELATIVIDAD DE LOS CONTRATOS.

III. LA FALTA DE RECONOCIMIENTO EXPRESO EN LA NORMATIVA SOCIETARIA DEL «ABUSO DE MINORÍA» Y DEBER DE FIDELIDAD.

(*) Este trabajo tiene su origen en mi intervención sobre «Loyalty duties of minority shareholders» en el X Congreso Harvard/Complutense, celebrado en la Harvard Law School de la Universidad de Harvard sobre «A comparative perspective on old and new problems of corporate and financial law», los días 24,25,26 y 27 de septiembre de 2012, organizado por el Real Colegio Complutense y financiado por el Colegio Notarial de España, Allen & Overy, GARRIGUES, Santander y Colegio de Registradores de España, habiendo sido realizado en el marco del proyecto de investigación (I+D) sobre «Financiación de empresas en crisis» financiado por el Ministerio de Economía y Competitividad (DER 2011/28586).

IV. SOBRE LA INADECUACIÓN DE LA DISOLUCIÓN SOCIETARIA COMO DEFENSA FRENTE AL «SOCIO MINORITARIO PERTURBADOR».

V. LA EXCLUSIÓN DEL SOCIO MINORITARIO.

1. Abuso de minoría y exclusión por justa causa.

2. Efectos económicos de la exclusión.

3. El tratamiento en un eventual concurso de la restitución del valor económico de las acciones/participaciones del socio excluido.

VI. ABUSO DE MINORÍAS Y ABUSO DE DERECHO.

1. La buena fe en el ejercicio de los derechos y el deber de fidelidad del socio.

2. Las «sanciones» conectadas al abuso de minoría como un supuesto de abuso de derecho.

A) En torno a la indemnización de daños y perjuicios.

B) La adopción de medidas judiciales o administrativas: La posibilidad de ejecución judicial de un acuerdo no adoptado.

I. REESTRUCTURACIÓN SOCIETARIA Y AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD *VERSUS* CONCURSO DE ACREEDORES

Constituye una realidad frecuentemente constatada en los mercados que los saneamientos más eficaces de empresas, y en particular de sociedades de capital, no tienen lugar en el marco de procedimientos concursales, sino sobre la base de negociaciones en el marco de la autonomía de la voluntad (art. 1255 Cc) en las que participan la dirección de la sociedad, los acreedores, los trabajadores, así como los socios de los que frecuentemente depende; en definitiva, la reestructuración societaria.

En efecto, la declaración de un procedimiento concursal, aun cuando en nuestro modelo no conlleva la automática disolución de la sociedad, produce efectos sobre la distribución de competencias y funciones en las sociedades de capital que en ocasiones plantean problemas de coordinación entre el Derecho de Sociedades y el Derecho Concursal, incidiendo dicha declaración en el ejercicio y facultades patrimoniales del deudor en mayor o menor medida en función de que se acuerde un régimen de suspensión o intervención (art. 40 LC), a lo que ha de añadirse el coste económico y temporal que conlleva la tramitación de un concurso, en ocasiones por un planteamiento excesivamente garantista del procedimiento y que se acompaña, en todo caso, del denominado «estigma del concurso».

En gran medida por ello cuando una sociedad atraviesa «desequilibrios patrimoniales», y sabiendo que en nuestro modelo no se configura legalmente —más allá del recurso a la insolvencia inminente (art. 2.3 LC) común a cualquier deudor— un presupuesto objetivo del concurso específicamente anticipador de dicha apertura respecto de sociedades de capital paralelo al «sobreendeudamiento o endeudamiento excesivo» alemán («Übers-

chuldung» regulado en el art. 19 INSo junto a la insolvencia, «Zahlungsunfähigkeit»)[1], al administrador social, se le presenta, incluso aun concurriendo un estado de insolvencia actual *ex* art. 2.2 Cc, sobre la base del juego de autonomía de la voluntad, *ex* art. 1255 Cc, un margen estratégico de actuación en orden a evitar o dilatar en el tiempo la solicitud de concurso, y ello no obstante el deber legal de solicitud de concurso en situaciones de insolvencia actual *ex* art. 5 LC[2].

En este marco, el administrador puede iniciar negociaciones tendentes a alcanzar acuerdos extrajudiciales de composición de las crisis económicas y en particular acuerdos de refinanciación que, insertos en el marco de la «renegociación contractual» y lícitos sobre la base de la autonomía de la voluntad (art. 1255 Cc), conllevan variaciones o modificaciones *ex post* de las condiciones iniciales del contrato y cuyo contenido no se agota en medidas de composición del pasivo (quitas y/o esperas), sino que puede extenderse a nuevas fuentes de financiación o ampliación de las preexistentes, así como a la adopción de otras medidas de reestructuración societaria (p.e. modificaciones estructurales, capitalización de deuda, etc.) orientadas en gran medida a procurar dicha financiación que requieren para actualizarse del ineludible concurso de la junta general[3].

En efecto, en este ámbito, se manifiesta la necesidad de acudir a fuentes de financiación que permitan sanear la sociedad, lo que en ocasiones se vehiculiza a través de la transmisión de la empresa en todo o en parte a un tercero, o en otras, y en gran medida por razones fiscales, conlleva necesariamente una reorganización de la sociedad mediante la adopción de ciertos acuerdos por su junta general. Es en este marco en el que se situaría la adopción de medidas que requieren una modificación estatutaria, tales como: *acuerdos de ampliación de capital social* (arts. 296 a 316 LSC), frecuentemente mediante compensación de créditos y con exclusión del derecho de suscripción preferente con el fin de obtener la financiación necesaria; *reducción de capital* como medio para reequilibrar el patrimonio social (arts. 320 a 326 LSC), la denominada *«operación acordeón»* (arts. 343 a 345 LSC), así como, en su caso, la opción por operaciones de *modificación estructural* de fusión, segregación, escisión o transformación en otro tipo social.

Se puede hablar así, ante la inexistencia en el modelo español hasta el momento en sede societaria, de un específico procedimiento preventivo de reestructuración y prevención de crisis económicas societarias, de un marco preventivo societario «en manos» de la junta general, pues constituye competencia exclusiva de este órgano la modificación de estatutos, que en todo caso conlleva la adopción de las citadas operaciones de reestructuración, a lo que además debe añadirse la *función preventiva* que desempeñan en el ámbito de las sociedades de capital, entre otras, *las normas que disciplinan el capital social* (reserva legal, cobertura de gastos de establecimiento y otros, disolución por pérdidas, etc.) sobre infracapitalización, los límites a la emisión de obligaciones, la prohibición en la liquidación de reparto del haber resultante entre los socios concurriendo acreedores insatisfechos, así como *las normas sobre información financiera y contable esenciales en orden a la*

(1) *Vid.* SCHMIDT, «Konkursgründe und präventiver Gläubigerschutz. Ein Beitrag zur diskussion um den Korkursgrund der Überschuldung«, *AG*, 1978, pp. 334 y ss.

(2) *Vid.* PULGAR EZQUERRA, *El Concurso de Acreedores. La declaración*, Madrid, 2009 pp. 455-530.

(3) *Vid.* PULGAR EZQUERRA, *Preconcursalidad y Acuerdos de Refinanciación*, La Ley, Madrid, 2012.

toma de decisiones por la sociedad y por terceros (cuentas anuales, documentos contables complementarios, informe de gestión de auditoría, etc.)[4].

Pues bien, en este marco me centraré en esta ocasión, eludiendo los problemas de coordinación entre Derecho Societario y Concursal que eventualmente pudieran plantearse, así como el contenido del deber de fidelidad del administrador social en supuestos en que haya que optar entre reorganizar la sociedad o maximizar el valor de las acciones/participaciones de los socios[5] en el análisis del modo de operar y mecanismos legales de defensa frente a las «minorías de control» no solo de socios, sino también en ocasiones de acreedores que representan porcentajes ínfimos del pasivo y pueden actuar «bloqueando» la adopción de acuerdos que pueden resultar esenciales en orden a la pervivencia de la sociedad como organización y para el cumplimiento de las normas que disciplinan el capital social, abocando a la sociedad a un concurso de acreedores que, como se sabe hasta el momento, en un 90% de supuestos concluye con liquidación[6].

En efecto, en ocasiones acreedores que representan porcentajes ínfimos del pasivo dificultan y, a veces, impiden la adopción y posterior ejecución de acuerdos de refinanciación alcanzados extrajudicialmente bajo regla de mayoría, en lo que puede constituir en algunos supuestos un uso abusivo de su derecho, contrario a la buena fe, que en el modelo español ha resultado recientemente «neutralizado», en cierta medida, en virtud de la regulación contenida sobre acuerdos de refinanciación en la DA 4.ª de la Ley 38/2011, de reforma de la Ley Concursal 22/2003.

De otro lado, en relación a la *adopción de acuerdos societarios de reestructuración* puede advertirse en ocasiones lo que podríamos denominar «un abuso de minoría», mediante conductas obstruccionistas o abstencionistas en el ejercicio de los derechos en junta por las minorías, aun cuando dicho abuso carece de tipificación legal frente a lo que acon-

---

(4) Me he ocupado de estos temas ampliamente en «La prevención de las crisis económicas de las sociedades de capital en la reforma del Derecho Concursal español», en AA.VV., *El concurso de sociedades en el Derecho europeo*. Monografía núm. 1/2004 asociada a la *RcP*, Ed. La Ley, pp. 230-233.

Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Posibilidad y contenido de un Derecho preconcursal*, Madrid, 2001, pp. 79 y ss; GONDRA ROMERO, «Significado y función del principio de "imagen fiel", true and fair view en el sistema del nuevo derecho de balances», AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea.* Estudios en homenaje al profesor GIRÓN TENA. Madrid, 1991, pp. 579 y ss.; LARA GONZÁLEZ, *El informe de gestión de los administradores*, Pamplona, 1999. MARÍN DE LA BÁRCENA, «Intereses de los socios e intereses del concurso durante la tramitación del proceso concursal», en AA.VV., *Convergencias y paralelismos entre el Derecho de Sociedades y el Derecho Concursal*, Marcial Pons, 2007, pp. 303-307.

(5) El marco de responsabilidad en el que eventualmente pudieran incurrir los administradores sociales en conexión con su deber de fidelidad del que la buena fe constituiría un componente, en la disyuntiva entre reorganizar la sociedad, en ocasiones con venta a un tercero de la empresa, o maximizar el valor de las acciones de los socios, ha sido ampliamente analizado en el marco del Derecho norteamericano en la jurisprudencia de Delaware en conexión con el célebre caso Revlon (Revlon Doctrine) en el que se abordan los deberes de los administradores sociales en los referidos supuestos (Revlon duties) armonizando la jurisprudencia de Delaware, la reorganización («reorganization») en «The best interest of the Corporation», con «The immediate maximization of shareholder value». *Vid.* FURLOW, «Reflections on the Revlon Doctrine», en 11 *U of Pennsylvania Journal of Business Law*, 519. 2008-2009, vol. 11:3, pp. 519-572. Entre nosotros, y ante la ausencia en nuestro Derecho de una tipificación expresa del interés que ha de guiar en estas situaciones la decisión de los administradores, *vid.* sobre el tema MARÍN DE LA BÁRCENA, «Responsabilidad concursal» en *ADCo*, núm. 28, enero/abril de 2013, pp. 103-157.

(6) *Vid.* estadísticas, elaboradas por el Registro de Economistas Forenses (Refor) y coordinadas por Leopoldo PONS ALBENTOSA en *RcP* 18/2012 pp. 463-472.

tece con el «abuso de mayoría». Ello, particularmente, se advierte en sociedades cerradas (p.e. SRL) en las que resulta inexistente para el socio minoritario un mercado de desinversión y se configura legalmente un derecho de separación que, fuera de los casos legalmente tasados, no le permite «desvincularse» unilateralmente de la sociedad, lo que propicia en ocasiones, y sobre todo cuando la sociedad atraviesa desequilibrios patrimoniales, el bloqueo en la toma de decisiones en la junta como medio de «forzar» la adquisición de su participación por el mayoritario. Por tanto, en ocasiones el interés particular del minoritario reside no tanto en impedir que el acuerdo se pueda adoptar, cuanto en tener un mecanismo eficaz de desinversión y colocación de sus acciones.

Pues bien, este riesgo que se actualiza en un modo creciente en el actual contexto de crisis económica generalizada, frente a lo que acontece con los «abusos de acreedores», no ha sido hasta el momento formulado ni «neutralizado» legalmente, lo que suscita como una cuestión esencial el análisis de las vías de defensa en el *marco del conflicto de intereses entre socio/sociedad y sobre la base de los deberes de colaboración del socio*, tras los que subyace el principio de fidelidad-lealtad de los socios entre sí y con la sociedad, como trasunto del deber de ejercitar, ejecutar e interpretar los contratos de buena fe (arts. 7.1, 1258 y 1101 Cc).

Analizaremos a continuación separadamente ambas cuestiones.

II. ABUSO DE MINORÍAS CREDITICIAS, ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN Y RELATIVIDAD DE LOS CONTRATOS

La frecuente opción de los operadores en el tráfico por abordar sus crisis económicas a través de acuerdos preconcursales de refinanciación representa, *ex* art. 1255 Cc, una lícita y frecuentemente conveniente solución contractualista y convencional a sus crisis económicas inserta en el ámbito de la renegociación contractual, frente a la solución procesalista-concursalista que conlleva la declaración de un procedimiento concursal[(7)].

No obstante, la operatividad de la opción contractualista de tratamiento de la crisis vía refinanciación, que permite una «revisión *a posteriori*» de las iniciales condiciones del contrato, sin los costes judiciales y temporales y la inseguridad jurídica que en nuestro modelo plantea el ejercicio de la acción *rebus sic stantibus*, dada su ausencia de tipificación legal en el Código Civil español, para ser realmente efectiva conlleva la necesidad de replanteamiento y, en su caso, de superación de algunos principios contractuales generales, y en particular del principio de relatividad de los contratos (*res inter alias*) como vía para «neutralizar» minorías crediticias disidentes, así como el replanteamiento de la posición de ciertas categorías de acreedores como medio para neutralizar el riesgo de la resistencia (holdout) y la asimetría informativa que caracteriza la negociación y conclusión de estos acuerdos[(8)].

Pues bien, si la reforma de la LC española 22/2003 en virtud de la Ley 38/2011, que tuvo como uno de sus fines esenciales la potenciación de la preconcursalidad a través de los

(7) Me he ocupado ampliamente de este tema en *Preconcursalidad y acuerdos de refinanciación*, Madrid, 2012.

(8) *Vid.* PULGAR EZQUERRA, «A contractual versus judicial approach to the over-indebtedness/insolvency of individuals» en AA.VV., *Lifetime contracts*, Dir. REIFNER/NOODLER (en prensa).

acuerdos de refinanciación, ha tenido en este ámbito una virtualidad, ha sido la superación respecto de acuerdos de refinanciación sujetos a homologación judicial *ex* DA 4.ª LC, aun cuando con limitaciones, del principio de relatividad de los contratos jurisprudencialmente elaborado sobre la base de los arts. 1091 y 1257 Cc conectado a la eficacia *inter partes* (*res inter alias*) de los contratos (*pacta sunt servanda*), quedando no obstante todavía pendiente el replanteamiento de la posición del acreedor dotado de garantía real frente a lo que ha acontecido en el modelo de los «schemes of arrangement» del Reino Unido(9).

El fundamento material de dicha superación se ha situado, de un lado, en la regla de la mayoría, al haber sido alcanzado el acuerdo que permite la continuidad de la actividad en el corto y medio plazo con un porcentaje legalmente establecido de una categoría concreta de acreedores (3/5 de los créditos titularidad de entidades financieras acreedoras) (DA 4.ª 1.ª LC) y, de otro, en la homologación judicial del acuerdo por la que las partes pueden optar en el marco de autonomía de la voluntad *ex* art. 1255 Cc, residiendo la justificación última de política jurídica de ello en la necesidad de neutralizar un eventual ejercicio abusivo del derecho de crédito (art. 7.2 Cc) por parte de acreedores disidentes o no participantes que representan porcentajes ínfimos del pasivo y utilizan su eventual participación en el acuerdo como «instrumento de presión» para conseguir ventajas que de otro modo no obtendrían(10).

En este sentido, el art. 7.2 Cc establece: *«La ley no ampara el abuso del derecho o el ejercicio antisocial del mismo. Todo acto u omisión que por la intención de su autor, por su objeto o por las circunstancias en que se realice sobrepase manifiestamente los límites normales del ejercicio de un derecho, con daño para tercero, dará lugar a la correspondiente indemnización y a la adopción de las medidas judiciales o administrativas que impidan la persistencia en el abuso».*

En este marco, la superación legal del principio de relatividad de los contratos como mecanismo de neutralización de eventuales comportamientos de ejercicio abusivo de sus derechos por parte de acreedores disidentes o no participantes, respecto de acuerdos que son aceptados por la mayoría por acompañarse de un plan de viabilidad y permitir la continuidad de la actividad en el corto y medio plazo, se suscitaba necesaria, pues aun cuando es cierto que la habilitación al juez contenida en el art. 7.2 Cc a *«adoptar las medidas judiciales o administrativas que impidan la persistencia del abuso»* le hubiera permitido extender, en su caso, el contenido del acuerdo a acreedores disidentes o no participantes, no lo es menos que el recurso al abuso de derecho constituye un mecanismo excepcional y que la superación legal del principio de relatividad proporciona seguridad jurídica, con el consiguiente ahorro de costes temporales y económicos que conlleva hacer valer jurisprudencialmente dicho principio.

De otro lado, y aun cuando explícitamente no se delimita legalmente la categoría de «acreedor minoritario» implícitamente de la regulación legal contenida en la LC 22/2003 en su redacción en virtud de la Ley 38/2011 de las mayorías que deben concurrir para que un acuerdo de refinanciación sea típico (3/5 partes del pasivo titularidad de entidades finan-

---

(9) *Vid.* PULGAR EZQUERRA, *Preconcursalidad y acuerdos de refinanciación*, *op. cit.*, pp. 20-60.

(10) *Vid.* PULGAR EZQUERRA, *ibidem.* FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, «Reflexiones sobre las soluciones preconcursales», en *RcP* 16/2011, pp. 125-126.

cieras *ex* DA 4.ª LC), se derivaría que la minoría sería aquel porcentaje crediticio restante que no suscribió o disintió del acuerdo, debiendo recordarse en este ámbito que no existen deberes de fidelidad entre los acreedores que puedan orientar el sentido de su voluntad decisoria, ni por regla general un vínculo contractual frente a lo que acontece entre los socios en el marco de las sociedades de capital.

La superación del principio de relatividad de los contratos se ha condicionado, en la Ley de reforma 38/2011 en el marco de la protección de los acuerdos de refinanciación particulares con homologación judicial *ex* DA 4.ª LC y de modo paralelo a lo que ha acontecido en otros supuestos en que dicha superación se ha producido (arts. 1091, 1257, 1258 y 1278 Cc), al cumplimiento de requisitos de publicidad en aras de no perjudicar la seguridad jurídica, lo que acontecería si el contrato afectare a quienes, no participando en el acuerdo, incluso pueden llegar a desconocer su existencia misma, conectándose a dicha publicidad la impugnación para la que se faculta a los acreedores que resulten afectados por la homologación (DA 4.ª 4 LC).

Así, de un lado, el decreto de admisión a trámite de la solicitud de homologación del acuerdo será publicado a impulso del secretario judicial en el registro público concursal por medio de un anuncio que contendrá los datos que identifiquen al deudor, juez competente, número de expediente registral de nombramiento del experto y procedimiento judicial de homologación, fecha del acuerdo de refinanciación y los efectos de la espera que en el mismo se contienen, con la indicación de que el acuerdo está a disposición de los acreedores en el registro mercantil competente donde se hubiere depositado para la publicidad incluso telemática de su contenido (DA 4.ª 2 LC).

De otro lado, la resolución por la que se aprueba la homologación del acuerdo de refinanciación, mediante trámite de urgencia en el más breve plazo, se publicará mediante anuncio insertado en el registro público concursal, así como en el BOE mediante un extracto que contendrá los datos previstos en el párrafo 3.º del apartado dos anterior (DA 4.ª 3 LC).

La superación del principio de relatividad de los contratos en el modelo español, como vía de «neutralización» de eventuales abusos de minorías crediticias disidentes o no participantes en el acuerdo, ha supuesto un importante avance respecto de otros modelos de Derecho comparado, como el italiano o el alemán.

En efecto, aun cuando en el Derecho italiano se regula desde hace ya algún tiempo el marco de composición amigable de las crisis económicas a través de los «accordi di risanamento y ristrutturazione», no es menos cierto que en la última reforma de estos últimos, en virtud de DL de junio de 2012, número 83, si bien se ha conseguido avanzar en materia de incentivación de la financiación preconcursal a través del «fresh money», no es menos cierto que no se ha conseguido superar el principio de relatividad de los contratos, resultando obligado el contenido del acuerdo solo y exclusivamente respecto de los acreedores intervinientes en el acuerdo y que lo hayan aceptado[11], aun cuando en la reforma acometida en el Derecho italiano en el artículo 8.4 de la Ley 3/2012 relativa a la renegociación de

(11) *Vid.* CASTIELLO D'ANTONIO, A., «Acuerdos de reestructuración: nueva financiación preconcursal y fresh money en Derecho italiano», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, que edita La Ley, *RcP* 15/2011. Traducción Andrés GUTIÉRREZ GILSANZ, pp. 503-209.

las crisis por sobreendeudamiento se ha iniciado una línea de superación del principio de relatividad de los contratos[(12)].

Diferente ha sido el planteamiento en el modelo alemán en el que no hay, hasta el momento, una normativa reguladora e incentivadora de los acuerdos extrajudiciales que se sitúan en el marco de la autonomía de la voluntad (art. 1255 Cc) sin normativa reguladora de carácter protector, habiéndose llegado no obstante a resultados paralelos a los del Derecho italiano, no habiéndose superado, en un ámbito legal o jurisprudencial, el principio de relatividad de los contratos en el marco de los acuerdos extrajudiciales de saneamiento.

En efecto, en Derecho alemán se ha planteado judicialmente la posibilidad de bloquear eventuales obstrucciones de acreedores minoritarios, los denominados «akkordstörer», pretendiéndose hacer vinculante el acuerdo también respecto de acreedores que no lo han consentido. No obstante, el Bundesgerichtshof (Tribunal Supremo alemán), en sentencia de 19 de diciembre de 1991[(13)], ha denegado la existencia de una prohibición de obstrucción de acuerdos extrajudiciales respecto de acreedores minoritarios, resultando vinculante un acuerdo extrajudicial de saneamiento solo respecto de los acreedores que lo han consentido, pudiendo ejecutar sus posiciones individuales los acreedores disidentes o no intervinientes en el acuerdo, aun cuando una mayoría relevante haya aceptado el acuerdo. El fundamento de política jurídica reside en que no se admite por el tribunal la existencia de una comunidad de sacrificios entre los acreedores, ni siquiera en situaciones en que la pervivencia de la sociedad dependa de un acuerdo de saneamiento extrajudicial, no existiendo, frente a lo que acontece con los socios de una sociedad, un deber de fidelidad entre los acreedores que determine la obligación de asumir el saneamiento de la sociedad, no admitiéndose tampoco por el tribunal que realicen un ejercicio abusivo de su derecho los acreedores que, no consintiendo un acuerdo extrajudicial de saneamiento, ejecuten sus posiciones.

No obstante, la superación del principio de relatividad de los contratos en el modelo español, que ha supuesto un importante avance respecto de los referidos modelos de Derecho Comparado, ha resultado limitada en un ámbito material y subjetivo; materialmente porque no se impone a acreedores no participantes o disidentes todo el contenido del acuerdo homologado, sino solo las esperas pactadas, con la problemática que en este ámbito conlleva delimitar qué se entiende por «espera», y subjetivamente porque no se extiende a todo acreedor disidente o no participante, sino solo a entidades financieras acreedoras y siempre que no estén dotadas de garantía real, lo que representa un elemento de «forum shopping» frente a otros modelos de Derecho Comparado y particularmente respecto de los «schemes of arrangement» hacia los que siguen «fugándose» nuestras refinanciaciones, en gran medida, a causa de las referidas limitaciones[(14)].

---

(12) *Vid.* PACCHI, «La quinta etapa de la Reforma Concursal Italiana», traducción Javier Martínez Rosado, en *RcP* 18/2012, pp. 371-391; FALCONE, «La reforma del Derecho italiano de tratamiento de las "crisis por sobreendeudamiento"», *RcP* 17/2012, pp. 331-337.

(13) *Vid.* BGH, sentencia de 19 de diciembre de 1991 – IX ZR 178/1991 BGHZ (Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen), pp. 116, 319

(14) *Vid.* PULGAR EZQUERRA, *ibidem*. Los últimos ejemplos han sido Cortefiel y Orizonia.

III. LA FALTA DE RECONOCIMIENTO EXPRESO EN LA NORMATIVA SOCIETARIA DEL «ABUSO DE MINORÍA» Y DEBER DE FIDELIDAD

En los textos legales reguladores de las Sociedades de Capital no se contiene previsión legal alguna relativa al «abuso de la minoría» salvo en relación a sociedades cotizadas respecto de las que se contemplan en los arts. 47 y ss. del Real Decreto de opas, normas de «squeeze out» relativas a «condiciones para las compraventas forzosas», que permiten obligar a los minoritarios a vender. Nos encontramos, por tanto, ante una cláusula general, no cuantificada legalmente, constituyendo un concepto doctrinalmente construido en un modo variable y decreciente en función de las dimensiones de la Sociedad(15) y que la doctrina ha reconducido a aquéllos *accionistas que no pertenecen al grupo de control y cuya voluntad quedará vinculada por aquéllos miembros que «de hecho» deciden el destino de la Sociedad*(16).

El abuso de minoría como construcción doctrinal, que en ocasiones ha sido en nuestro modelo admitido jurisprudencialmente en materia de sociedades, respecto del reparto de dividendos(17), y encuentra su origen en el Derecho francés(18) se tipifica de un lado con relación a los principios configuradores del contrato de sociedad en los tipos societarios capitalistas y en particular sobre la base de un genérico deber individual de lealtad o fidelidad de los socios entre sí y al interés social y que, no obstante no ser reconocido expresamente en la legislación societaria(19), resultaría del deber general de derecho privado de ejercitar, ejecutar e interpretar derechos y contratos de buena fe (art. 7.1 Cc, 1258 Cc y

---

(15) *Vid.* POLO, «Abuso o tiranía. Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría y minoría en la sociedad anónima», en AA.VV., *Estudios en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez,* Madrid, 1996, tomo II (*Sociedades Mercantiles*), pp. 2269-2293. DUQUE DOMÍNGUEZ, *Tutela de la minoría*, Valladolid, 1957, pp. 154 y ss.

(16) *Vid.* JUSTE MENCÍA, «Tutela de la minoría», en *RdS*, núm. extraordinario, 1994. Pp. 271-288.

(17) *Vid.* STS de 26 de mayo 2005, en la que, en relación a propuestas de reparto de dividendos, no hubo adopción de acuerdo alguno por la junta y, declarado en sentencia el abuso de minoría, se acordó por el juez el reparto de dividendos.

(18) El denominado «abus de minorité» encuentra su origen en la práctica judicial francesa realmente en la Cour d'Appel de Besançon de 5 de junio de 1957, que puede considerarse precedente de la sentencia de la corte de apelación de París de 26 de junio 1996 (Caso S.A. Fromageries Bel) (*Revue Sociétés* 1990, p. 613 y en *JCP* éd. E., 1990, t. II, núm. 215/89. Nota de GERMAIN), siendo realmente a partir de la célebre sentencia «flandin» (comentada por MERLE, P., «L'abus de minorité», *Rev. Soc*., núm. 2, 1993, p. 403) cuando se define el abuso de la minoría, reconduciéndolo a una actitud contraria al interés social, que impide la realización de una operación esencial para la sociedad, con la intención de favorecer intereses personales en detrimento de los sociales. Entre nosotros *vid.*, sobre estos orígenes, HERNANDO CEBRIÁ, «Apuntes sobre el abuso del socio minoritario en las Sociedades de Responsabilidad Limitada», en *RDM* 2012/283, pp. 285 y ss.

(19) Legalmente se ha tipificado (*vid.* arts. 127 bis y ter LSA y 226 y ss. LSC, que alude al «deber de lealtad») un deber de fidelidad o lealtad al interés social en el desempeño del cargo de administrador, como criterio ordenador de la conducta del administrador de sociedades, regulándose jurídicamente el modo en que se arbitrarán los conflictos de interés entre el administrador y la sociedad, lo que sin embargo no se regula respecto del deber de lealtad o fidelidad de los socios entre sí y con el interés social. *Vid.* sobre el deber de lealtad de administradores sociales QUIJANO GONZÁLEZ/MAMBRILLA RIVERA, «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*, tomo II, Aranzadi, 2006, p. 956; SÁNCHEZ CALERO, «Los administradores en las sociedades de capital…», Thomson-Civitas, 2007, pp. 192 y ss.; GUERRERA, «Abuso del voto e controllo di "correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare», *Riv. Soc*., 2002, pp. 181-284; *vid.* en derecho italiano, fundamentando en dicha fidelidad la responsabilidad de un minoritario que no vote una reducción de capital esencial para la supervivencia, NUZZO, «L'abuso della minoranza, potere, responsabilitá e danno nell'esercizio del voto», Turín, 2003, pp. 214 y ss.

57 C de C)[20]; De otro, conectaría el «abuso de la minoría» con las normas generales del Derecho privado que regulan eventuales abusos de Derecho *ex* art. 7.2 Cc.

En este marco, y sin perjuicio de que el tema se abordara ampliamente en otro lugar del presente trabajo, el abuso de la minoría se tipifica por referencia a un elemento objetivo y a otro subjetivo, concurriendo en aquellos supuestos en los que *el comportamiento de los socios minoritarios persigue un interés particular incompatible y contrario al interés social*, concepto jurídico este último también indeterminado que precisa de su valoración para dotarle de contenido en el caso concreto en que deba ser aplicado y delimitado «lacónicamente» en el art. 226 LSC como el «interés de la sociedad». El tenor literal del precepto, de un lado, no delimita los sujetos comprendidos en el concepto y de otro, no delimita el contenido material del interés, habiendo sido entendido sobre la base de las «tesis contractualistas» como el interés común o colectivo de los socios, no siendo la causa del interés de los socios homogénea, lo que dificulta su concreción[21], no faltando sin embargo relevantes construcciones doctrinales a favor de la apertura del concepto a intereses distintos de los accionariales[22].

Trasluce por tanto frecuentemente bajo un abuso de minoría un conflicto entre el interés particular del socio y el interés social, dado que, para su delimitación, la junta general no tiene una facultad absoluta e ilimitada, y de ahí el inevitable enfrentamiento accionarial en la construcción del concepto de interés social, pero que *si se dota de un contenido económico o patrimonial*[23] *identificable con la maximización sostenida del valor de la empresa, debe identificarse en situaciones de crisis o precrisis económica (desequilibrios*

---

(20) *Vid.* sobre el reconocimiento doctrinal de la existencia de un deber entre los socios de fidelidad al interés social GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952, pp. 198-199; PAZ ARES RODRÍGUEZ, «Comentario al art. 1665», en AA.VV., *Comentario al Código Civil*. Dir. PAZ ARES/BERCOVITZ/DÍEZ PICAZO/CODERCH, Madrid, 1991, pp. 1326; JUSTE MENCÍA, *Los derechos de la minoría en la Sociedad Anónima*, Pamplona, 1995, pp. 142 y ss.; RUBIO VICENTE, «Una aproximación al abuso de minoría en la sociedad anónima», *RdS* 21/2003, pp. 89-90.

(21) Así el tradicional posicionamiento de GIRÓN TENA, *op. cit.*, pp. 199: GARRIGUES, «La protección de las minorías en el Derecho español», en *RDM*, núm. 72 1959, p. 266; DUQUE, *Tutela de la minoría: impugnación de acuerdos lesivos*, Valladolid, 1957, pp. 68 y ss; JUSTE MENCÍA, «Los derechos de la minoría en la sociedad anónima», *op. cit.*, pp. 51-52; LLEBOT MAJÓ, *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid, 1996; SÁNCHEZ CALERO, F., «Los administradores en las sociedades de capital», *op. cit.*, p. 191. *Vid.* en la jurisprudencia, acogiendo las tesis contractualistas en torno al interés social, STS 120/1991 (Sala de lo Civil, de 19 de febrero) y posteriormente SSTS 825/1998, de 18 de septiembre; 193/2000, de 4 de marzo; 1131/2002, de 29 de noviembre, o las más recientes de 17 de enero de 2012. *Vid.* comentario a la STS 873/2011 de 7 de diciembre de MEGÍAS LÓPEZ, J. en *RdS* 39/2012.

(22) *Vid.* una interpretación abierta del concepto de interés social en ALONSO LEDESMA, «Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente», en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, pp. 41-42, 44-45: ALONSO UREBA, «El gobierno de las grandes empresas», en AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Dir. ESTEBAN VELASCO, Madrid, 1999, pp. 105-106; ESTEBAN VELASCO, «Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa», en AA.VV., *Responsabilidad social corporativa: aspectos jurídico-económicos*. Castellón, 2005, pp. 47 y ss., y más recientemente en «Una aproximación a los códigos de buen gobierno en el marco del complejo y heterogéneo fenómeno de los códigos de conducta», en AA.VV., *Códigos de conducta y actividad económica*. Dir. REAL PÉREZ. Marcial Pons, 2010, pp. 286-289.

(23) 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), Tomo II*. Navarra, Aranzadi 2006, pp. 857 y ss.

patrimoniales, pérdidas societarias cualificadas) con la pervivencia de la sociedad en conexión con el principio de conservación de la empresa[24].

El abuso de minoría, que, frente al abuso de la mayoría, exigiría la obtención o la intención de obtener un beneficio o ventaja, puede perseguir tan solo la realización de un daño a la sociedad o la obstrucción de su funcionamiento, sin obtener ventaja alguna a cambio o incluso sufriendo un perjuicio económico[25], en ocasiones mediante pactos de sindicación de socios, y que puede manifestarse a través de conductas positivas o negativas de bloqueo, u oposición sistemática e injustificada a la adopción de acuerdos sociales y se traducen en inasistencia a la junta en la que se ha de adoptar el acuerdo, impidiendo con ello la concurrencia del *quorum* estatutario o legalmente exigido, ejercicio del derecho de voto o, en un modo más infrecuente, en un ejercicio abusivo del derecho de impugnación, constituyendo por tanto «conductas omisivas en abuso del derecho»[26] o «conductas durmientes»[27]. Ello es particularmente frecuente en tipos societarios cerrados (p.e SRL) y en relación a la adopción de medidas imprescindibles para la pervivencia de la sociedad ante situaciones de desequilibrio patrimonial, sobre todo cuando se requieren mayorías reforzadas que exigen voto favorable de al menos 2/3 de los votos, lo que permite al socio que sea titular de más de 1/3 de capital «evitar» o «bloquear» la aprobación del acuerdo. La razón de fondo de ello probablemente se sitúe en que en tipos societarios cerrados, como se ha adelantado, ante la inexistencia para el socio minoritario de un mercado de desinversión y de un Derecho de separación fuera de los casos legalmente tasados que le permitan desvincularse unilateralmente de la Sociedad, el eventual uso abusivo por la minoría de sus derechos de asistencia, veto o voto en la junta constituyen «vías alternativas» para propiciar y obtener retribución a su participación social y forzar la adquisición por los mayoritarios de sus participaciones, provocando en ocasiones lo que se ha venido en denominar «disoluciones atípicas».

A ello se añadiría el hecho de que éstas *«minorías de control»* en ocasiones no tienen interés económico en la sociedad al ser socios cuyas acciones en situaciones de desequilibrio patrimonial carecen de valor real o se encuentran fuertemente minusvaloradas, al no ser suficiente el patrimonio social para la satisfacción de los acreedores sociales, por lo que en ocasiones se utiliza el referido «abuso de minoría» como vía de desinversión atípica en la sociedad[28].

---

(24) *Vid.* ALCALÁ DÍAZ, M., «El conflicto de interés socio-sociedad en las sociedades de capital», *RdS*, 1997, núm. 9, pp. 89-141. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «El derecho de información en la sociedad de responsabilidad limitada», en AA.VV., *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor Justino Duque Domínguez*. Valladolid, 1998, vol. I, pp. 629-646.

(25) *Vid.* RUBIO VICENTE, «una aproximación al abuso de Minoría en la Sociedad Anónima», *RdS*, p. 103.

(26) TRIUNFANTE, *Tutela das minorías nas sociedades anónimas*, Coimbra, 2004, p. 411.

(27) HERNANDO CEBRIÁ, «Apuntes sobre el abuso del socio minoritario en las sociedades de responsabilidad limitada», *op. cit.*, p. 313, el cual sistematiza acertadamente los eventuales supuestos de abuso del socio minoritario en el marco de las sociedades de responsabilidad limitada en: abuso de la minoría en asuntos de la junta general de socios (abuso en la omisión o abstención en los derechos de voto) en el ejercicio de derechos de control y de iniciativa, abordando además otros supuestos abusivos en conexión con medidas parasociales.

(28) MARÍN DE LA BÁRCENA, en «Intereses de los socios e intereses del concurso...», *op. cit.*, p. 309.

IV. SOBRE LA INADECUACIÓN DE LA DISOLUCIÓN SOCIETARIA COMO DEFENSA FRENTE AL «SOCIO MINORITARIO PERTURBADOR»

Una de las opciones legales que se ofrecen como medio de «neutralizar» al socio minoritario perturbador es optar por la disolución de la sociedad, adjudicando la empresa social a los mayoritarios y reconstituyendo esa misma relación social en una nueva sociedad, pero ya sin el socio minoritario perturbador.

Conforme a la regulación legal de las sociedades de capital, en el modelo español la mayoría en una sociedad puede decidir disolverla por acuerdo de la junta general adoptado con los requisitos y la mayoría establecida para la modificación de estatutos (art. 362 en conexión con el art. 288 LSC), sin exigencia de requisito de justificación alguno[29] y sin que el socio minoritario pueda impedirlo.

De otro lado, si el bloqueo de la minoría impide el funcionamiento normal de la sociedad, siendo la inasistencia a la junta mayoritaria se podría incurrir en la causa de disolución prevista en el art. 363.1.d LSC, relativa a la paralización de los órganos sociales o imposibilidad manifiesta de lograr el fin social, lo que permitiría, en interpretación de un sector doctrinal, una cuestionable «disolución atípica»[30].

No obstante, entendemos que la disolución de la sociedad como vía de «neutralización» del socio perturbador, de un lado, constituiría una solución antieconómica que conlleva costes (costes en forma de minusvalías por el menor valor de los activos sociales en liquidación, costes del proceso de extinción de la persona jurídica, costes de reconstituir la relación y organización societaria, costes de negociación y redacción del contrato social, reproducción de licencias y autorizaciones administrativas para reanudar la actividad social, etc.), y de otro parece una solución desproporcionada con la finalidad perseguida. En efecto, para «desprenderse» del «socio minoritario perturbador» hay que disolver el vínculo societario, lo que resultaría contrario al interés social que se debe proteger y propugna la continuidad de la sociedad sobre la base del principio de conservación societario, generando una eventual reanudación de la actividad social, costes económicos y temporales. Con ello, además, se agravaría el abuso del socio minoritario en el ejercicio de sus derechos, pues se permitiría a la minoría ser el detonante de la disolución de la sociedad por su propia actuación[31].

---

(29) *Vid.* ALFARO, «Conflictos intrasocietarios (los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada», en RDM 22/1996, pp. 1084-1085, y en «Interés social…», pp. 46 y ss., entendiendo acertadamente que, aun cuando el acuerdo mayoritario de disolución afecta en un modo fundamental a las relaciones societarias y por tanto debe estar justificado desde el interés social, ello no conlleva que el acuerdo de disolución deba someterse a requisito alguno de justificación, pues ello sería contrario a la libertad para desinvertir, cuyo fundamento se sitúa en la libertad de propiedad (art. 33 CE), no pudiendo desde estas consideraciones imponer un pretendido «interés social» límites a la mayoría al tomar la decisión de disolver la sociedad. *Vid.*, además, BELTRÁN, *La disolución de la sociedad anónima*, Madrid, 1994, pp. 83 y ss.

(30) Así HERNANDO CEBRIÁ, *op. cit.*, p. 313, citando a BOIZARD, «L'abus de minorité», *Revue Sociétés*, 1988, pp. 365-377.

(31) Así RUBIO VICENTE, «Una aproximación al abuso de minoría en la sociedad anónima», *RdS*, *op. cit.*, pp. 98-99, resaltando que disolviendo la sociedad se estaría permitiendo al minoritario hacer uso de una causa de disolución que en última instancia él mismo ha creado, al impedir el bloqueo de la minoría el funcionamiento normal de la sociedad. En este mismo sentido, HERNANDO CEBRIÁ, «Apuntes sobre el abuso del socio minoritario en las sociedades de responsabilidad limitada», *op. cit.*, pp. 319-320.

De otro lado, a través de la disolución resulta cuestionable que el socio mayoritario pueda garantizarse o asegurarse que en la liquidación se adjudicará la empresa social, lo que constituiría un incentivo para optar por la disolución social. En efecto, aun cuando compartimos el posicionamiento doctrinal que entiende que la disolución puede constituir una vía para los mayoritarios de «neutralizar» al socio minoritario perturbador conservando el control de la empresa social en la medida en que el mayoritario respete las normas sobre liquidación y garantice al minoritario, pagando por la empresa social su valor real, que su cuota de liquidación no va a resultar mermada por la atribución al mayoritario de los activos sociales(32), no es menos cierto que esta no es una doctrina pacífica.

En efecto, puede distinguirse un posicionamiento doctrinal que cuanto menos cuestiona que en virtud de la disolución el socio mayoritario pueda garantizarse el control social sobre la base de un pretendido principio de igualdad de trato en materia de adjudicación de la empresa social en fase de liquidación, pretendiendo una oportunidad igual al mayoritario y minoritario de retener la empresa social bajo el criterio único del precio ofrecido por uno y por otro(33).

Este posicionamiento, aun cuando es cierto que podría rebatirse sosteniendo que no hay mayor desigualdad que proporcionar un trato igual a los desiguales, lo que concurriría si se permitiese al minoritario hacerse con la empresa social sin otro requisito que ser mejor postor que el mayoritario, supondría entregarle al minoritario el control de la empresa sin exigirle el pago de la prima de control que correspondería a la mayoría(34).

Lo cierto es que todo ello conlleva una cierta inseguridad jurídica, pues en modo alguno, frente a lo que acontece con el recurso a la exclusión, podría asegurarse que en un modo automático la mayoría se garantizaría el control social, no pareciendo por todo ello la disolución del vinculo societario el modo o la vía más eficaz de «neutralizar» al «socio minoritario perturbador».

V. LA EXCLUSIÓN DEL SOCIO MINORITARIO

1. Abuso de minoría y exclusión por justa causa

Descartada por las razones analizadas la disolución de la sociedad como mecanismo de defensa frente a eventuales ejercicios abusivos de sus derechos por la minoría, se suscita la operatividad que podría tener a estos efectos la eventual exclusión del socio minoritario que «bloquea» la toma de acuerdos sociales esenciales para la pervivencia de la sociedad, y que, frente a lo que acontece con la analizada y descartada disolución, garantizaría en todo caso, en modo automático, la continuidad de la empresa en manos de los socios mayoritarios/excluyentes(35). El tema se suscita dado que la exclusión constituye una al-

(32) Así ALFARO, «Conflictos intrasocietarios…», *op. cit.*

(33) *Vid*. sobre estos posicionamientos *ibidem*.

(34) *Ibidem*.

(35) Como se ha analizado en la disolución, la mayoría tiene solo la «posibilidad» de adquirir la empresa operando en este ámbito la competencia de precios que, en todo caso, garantizaría la realización del valor de la empresa social.

ternativa eficaz frene a la disolución para disolver eventuales conflictos intrasocietarios, particularmente cuando estos se focalizan en el comportamiento o circunstancias de un socio determinado, al constituir un supuesto específico de resolución contractual parcial que, justificado en las particularidades del contrato de sociedad como contrato plurilateral y organizativo, *permite la ruptura de relaciones sociales frente a uno de los partícipes de la sociedad sin disolución de la sociedad.*

El abuso de minoría mediante bloqueo en la toma de decisiones sociales tendentes al saneamiento social no sería subsumible en el ámbito de las causas legales de exclusión reguladas en el art. 350 LSC, frente a lo que acontece en modelos como el portugués, en el que el art. 242 del Código das Sociedades Commerciais expresamente admite, en el marco de las Sociedades de Responsabilidad Limitada, la exclusión de un socio cuando este, mediante un comportamiento perturbador o desleal del funcionamiento de la sociedad, cause o pueda causar perjuicios relevantes a la sociedad. No obstante, se suscita en el modelo español si podría encuadrarse el abuso de minoría en el marco de las causas estatutarias de exclusión, ámbito este en el que la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma de Ley de Sociedades de Capital, ha introducido una importante reforma en la redacción del art. 351 LSC, al haberse sustituido la referencia expresa y limitada a la sociedad de responsabilidad por una genérica referencia a las sociedades de capital.

En este sentido, el art. 351 LSC en su nueva redacción establece: *«En las sociedades de capital con el consentimiento de todos los socios, podrán incorporarse a los estatutos causas determinadas de exclusión o modificarse o suprimirse las que figurasen en ellos con anterioridad».*

Con ello se unifica, acertadamente, el régimen de exclusión estatutario en las sociedades de capital, extendiendo el tradicional régimen de exclusión de socios por causas estatutarias de las Sociedades de Responsabilidad Limitada también a las sociedades anónimas, con lo que de algún modo se supera la tradicional concepción de este tipo social como pura corporación capitalista con la que resultaba coherente el clásico planteamiento presente en la Ley de Sociedades Anónimas de considerar posible en este tipo social la exclusión del socio solo por el incumplimiento de la obligación esencial del socio de aportar y desembolsar la suma comprometida[(36)].

Ello podría resultar relevante en orden a admitir en nuestro Derecho, en el marco de la autonomía de la voluntad[(37)] respecto de las sociedades de capital, la tradicional disyuntiva alemana entre *«consentir un acuerdo de saneamiento o exclusión»* como mecanismo

---

Vid. ALFARO, «Conflictos intrasocietarios…», *op. cit.*, p. 1087; WINTER, *Treubindungen*, p. 160; HACHENBURG/ULMER, *GmbHgesetz Grosskommentar*, 8.ª edición, Berlín-Nueva York, 1991, párrafo 60, núm. 31.

(36) *Vid.* FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho de sociedades*, vol. II, Valencia 2010, pp. 1915-1916; RDGRN de 16 de septiembre de 1983 [RJ 1983, 7016].

(37) *Vid.* sobre el juego de la autonomía privada, en el marco de las sociedades de capital, los clásicos trabajos de MASSAGUER FUENTES, «La autonomía privada y la configuración del régimen jurídico de la sociedad de responsabilidad limitada», *RGD*, núm. 603, 1994; QUIJANO GONZÁLEZ, «Los estados de la sociedad limitada en el nuevo reglamento del Registro Mercantil», en *Estudios en homenaje a Justino Duque.* Vol. I. Valladolid, 1998, pp. 539-568; PAZ ARES, «¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de Sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la sociedad de responsabilidad limitada)», en AA.VV., *Tratado de la sociedad de responsabilidad limitada*, *op. cit.*, pp. 159-206.

desincentivador del eventual ejercicio abusivo de sus derechos por la minoría, en combinación con otras medidas, en su caso de ejecución judicial del acuerdo, como se analizará más adelante.

La posibilidad de que estatutariamente se contemplen, bajo la regla de unanimidad legalmente exigida, los «abusos de minoría» como causa de exclusión que encontraría su fundamento en el principio de libertad de pactos (art. 28 LSC), que no constituye sino un trasunto del principio de autonomía de la voluntad *ex* art. 1255 Cc, plantea o mejor «reabre» el debate ya suscitado durante la vigencia de la LSRL, único ámbito en que tradicionalmente se admitía en nuestro Derecho la fijación estatutaria de causas de exclusión, sobre la posibilidad de situar el abuso de minoría en el marco más amplio de la «justa causa» en el sentido de cualquier comportamiento que, valorando las circunstancias del caso, haga imposible o ponga en peligro la consecución del fin social o haga inexigible para los demás la permanencia en la sociedad de dicho socio, como motivo de exclusión; hasta el momento esta posibilidad sigue sin ser considerada causa legal de exclusión, encontrándose no obstante la Comisión General de Codificación en el momento de concluirse la redacción del presente trabajo ultimando la redacción del nuevo Código Mercantil, en el que se está trabajando sobre la posible inclusión legal de la referida causa de exclusión por justa causa.

En realidad el tema del que se ha ocupado durante la vigencia de la LSRL la doctrina[38] conecta a su vez con dos cuestiones fundamentales y más amplias de las que en gran medida ha provenido el rechazo de nuestro legislador y parte de la doctrina a introducir la justa causa como causa legal de exclusión e incluso a admitir su licitud en el marco de la referida libertad de pactos y autonomía de la voluntad *ex* art. 1255 Cc.

De un lado, se suscita si la autonomía privada solo podría pactar nuevos supuestos de exclusión conectados a la infracción por el socio de sus deberes y obligaciones respecto de la sociedad y, de otro, si la fijación estatutaria de causas de exclusión ha de realizarse a través de supuestos de hecho específicos, concretos y precisos o si podrían utilizarse cláusulas generales en cuyo ámbito se situaría la «justa causa».

El tema de la conexión de la fijación estatutaria de causas de exclusión al incumplimiento de deberes y obligaciones del socio frente a la sociedad se suscita debido a que la justa causa en general, y en particular el abuso de minoría bloqueando, mediante el ejercicio de su derecho de voto o asistencia a la junta, la toma de decisiones esenciales para el saneamiento de la sociedad, no se situaría en ese ámbito de infracción de deberes y obligaciones. En efecto, en nuestro Derecho, no puede hablarse de un «deber de los accionistas de consentir» un acuerdo de la junta, ni aun cuando este esté conectado a la adopción de medidas tendentes al saneamiento, pues estos son libres con independencia del porcentaje de su participación para ejercitar sus derechos en el sentido que considere oportuno. Asimismo, este deber tampoco encontraría en nuestro modelo un fundamento jurisprudencial como acontece en el Derecho alemán, en el que sobre la base de la conocida «sentencia Girmes» del Tribunal Supremo de 20 de marzo de 1995[39] se reconoció respecto de accionistas minoritarios, en el ámbito de sociedades personalistas, la existencia del referido «deber de consentir» un acuerdo de la junta general en orden a llevar a cabo

(38) *Vid.* por todos GARCÍA VILLAVERDE, *La exclusión de socios. Causas legales*, Madrid, 1977.

(39) BGH, sentencia de 20 de marzo de 1995, II ZR 205/1994, BGHZ 129, 136.

una «operación acordeón» esencial en orden al saneamiento de la sociedad[40], colocando el mismo Tribunal Supremo alemán al socio minoritario en una resolución posterior de 19 de octubre de 2009, sobre la base del incumplimiento de dicho deber, ante la disyuntiva de «sanear o ser excluido de la sociedad»[41]. En este ámbito, en nuestro Derecho, el deber de consentir ante decisiones necesarias para la supervivencia de la sociedad no podría encontrar su fundamento en el deber de fidelidad por el que se encuentran obligados los socios entre sí y con la sociedad, y que no obstante no ser un deber explícitamente reconocido en la legislación societaria constituye trasunto del deber general del Derecho privado de ejercitar, ejecutar e interpretar derechos y contratos de buena fe (arts. 7.1 Cc, 1258 Cc y 57 C de C)[42], pues éste en todo caso ha de cohonestarse con el principio de libertad de voto.

No obstante, la inicial vinculación de la fijación de causas estatutarias de exclusión al incumplimiento de obligaciones sociales que, en gran medida, encontraba su fundamento de política jurídica en una concepción punitivo-sancionadora de la exclusión («perjuicio penal»), hoy ha sido en gran medida superada doctrinalmente sobre la base de una *concepción conservadora de empresa conectada a la exclusión como resolución contractual parcial*[43].

En este sentido, el carácter no sinalagmático del organizativo y plurilateral contrato de sociedad determina que la contraparte del socio no sea la propia sociedad, por lo que la relación exclusión-resolución/contractual-incumplimiento de deberes y obligaciones sociales no es aplicable en todos sus extremos a la exclusión, que puede concebirse como un instrumento defensivo de los socios leales y aptos para la consecución del fin social, frente a los abusos minoritarios, permitiendo eludir la disolución y por tanto propiciando la conservación empresarial[44].

Desde esta perspectiva la exclusión como supuesto específico de resolución justificado en las particularidades del contrato de sociedad, como contrato plurilateral y de organización alternativo al art. 1124 Cc, que regula los incumplimientos en relaciones contractuales recíprocas, constituye un mecanismo de salida forzosa del socio de la sociedad que conec-

---

(40) BGH, sentencia de 20 de marzo de 1995, II ZR 205/1994, BGHZ 129, 136.

(41) *Vid.* comentario a la STS Alemán en el caso Girmes, en ALTMEPPEN, H., «Treuepflicht der minderbeitsaktionaere einer AG und Haftung des stimmrechtsvertreters (Girmes)», *Neue juristische Wochenschrift (NjW)* núm. 27, 1995, pp. 1739-1740. En este supuesto sin embargo, aun cuando se reconoce un «deber de consentir» la posición de un socio minoritario titular de votos suficientes para bloquear una reducción de capital cuya finalidad era la reestructuración financiera de una sociedad anónima (AG) al borde de la insolvencia, lo que finalmente llevó a la sociedad al concurso y a su liquidación desapareciendo «el valor de la acción», se resolvió por el Tribunal Supremo con una indemnización al socio mayoritario por el perjuicio causado, no siendo hasta 2009 cuando el Tribunal Supremo Alemán planteó la disyuntiva entre saneamiento o exclusión de la sociedad.

(42) En Derecho alemán, sin embargo, hay una amplia construcción doctrinal en torno a la exigencia de un deber de fidelidad de la minoría de bloqueo ante decisiones necesarias para la supervivencia de la sociedad. Así, *vid.* HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, 7.ª ed., 2006, § 53, 20.ª, 20b; en particular respecto de socios de sociedades capitalistas de responsabilidad limitada, *vid.* IMMENGA, U., «Bindung von rechtsmacht durch Treuepflichten», en *Festschrift 100 jähre GMBH-Geset* (dir. SCHMIDT), Colonia, 1992, pp. 189-208; SEIGEL, W., *Die mangelnde Bedeutung mitgliedschaft lichter Treupflichten im willensbildungsprozess der GmbH*, Berlín, 1998 (Duncker & Humbolt).

(43) ALFARO, *Conflictos Intrasocietarios*, *op. cit.*, p. 1120.

(44) GARCÍA VILLAVERDE, *La exclusión de socios*, *op. cit*., pp. 20-40; GUTIÉRREZ GIL SANZ, «Sociedad Anónima y exclusión de socios (sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia núm. 43 de Madrid, de 16 de Marzo de 1998)», en *RdS* 12/1999, pp. 330 y ss.

taría directamente con un principio de conservación de la estructura societaria permitiendo la liberación del socio sin tener que disolver la sociedad representando, como se ha adelantado, una alternativa eficiente a la disolución societaria, frente a eventuales conflictos de intereses socio-sociedad y en su caso abusos del socio minoritario(45).

En esta línea, la doctrina viene admitiendo que, aun cuando ordinariamente la fijación estatutaria de causas de exclusión suele conectarse al incumplimiento de deberes inherentes a la posición jurídica de socio (incumplimiento de obligaciones sociales que pueden tener origen legal o estatutario establecido en el contrato social), estas también pueden referirse a *comportamientos que sin constituir propiamente una transgresión repercutan sobre la vida social, estando causalmente justificadas en atención al fin común*(46), ámbito en el que podría resultar comprendido el ejercicio abusivo de sus derechos por la minoría, *dado que en situaciones de desbalance patrimonial o crisis económica de la sociedad, como se ha analizado, el fin social residiría en la pervivencia de la sociedad y en la continuación de la actividad.*

El otro tema que, como se ha adelantado, se plantea respecto de la posibilidad de inclusión del abuso de minoría dentro de la «justa causa» como causa de exclusión estatutariamente prevista, es el relativo a la necesidad de que estas causas se fijen estatutariamente a través de hechos específicos, concretos y precisos y no a través de cláusulas generales. Exigencia ésta que parece corroborar el art. 207.1 RRM que, bajo el título de «Causas estatutarias de exclusión», dispone: *«En el caso de que los Estatutos Sociales establezcan causas de exclusión de los socios distintas a las previstas en la ley deberán determinarlas concreta y precisamente»*. A la referida exigencia reglamentaria y doctrinal de concreción parecen subyacer planteamientos garantistas *ex ante* de seguridad jurídica en protección de los socios minoritarios asegurándoles que en los estatutos figuran las razones precisas por las que podrán ser excluidos, tras de lo que de nuevo subyace una concepción punitivo-sancionadora de la exclusión(47). No obstante, esta exigencia, de un lado, puede resultar cuestionable desde la perspectiva de la libertad contractual, imponiendo una carga a los socios desproporcionada en el momento de constitución de la sociedad, caracterizado generalmente por el optimismo consustancial a la naturaleza humana cuando inicia una actividad y en el que no se pueden prever todos los eventuales comportamientos del socio

(45) *Vid.* GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades*, *op. cit.*, pp. 666 y, por todos, el ya clásico trabajo de GARCÍA VILLAVERDE, *La exclusión de socios. Causas legales*, Madrid, 1977, y «El ejercicio del derecho de exclusión en las sociedades de responsabilidad limitada», en *Estudios en homenaje a Antonio Polo*, Madrid, 1981, Pp. 252 y ss.; «Exclusión de los socios mayoritarios de una SRL por infringir el deber de no concurrencia con la sociedad (comentario a la STS 4 marzo 1993 [RJ 1993, 1669]», en *RdS* 3/1994, pp. 288 y 290; *Vid.* además, GUTIÉRREZ GILSANZ, J., «Sociedad anónima y exclusión de socios (sentencia del Juzgado de 1.ª instancia núm. 43 de Madrid, de 16 de marzo de 1998)», *op. cit.*, pp. 349-355; BATALLER GRAU, «La aplicación de las causas de disolución específicas de las sociedades personalistas a la sociedad de responsabilidad limitada», *RDM* núm. 231, enero-marzo de 1999, pp. 91-123.

(46) FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho de sociedades*, *op. cit.*, pp. 1915-1920; BONARDELL LENZANO/CABANAS TREJO, *Separación y exclusión de socios de responsabilidad limitada*, Pamplona, 1998, p. 126; GUTIÉRREZ GILSANZ, «Sociedad Anónima y exclusión de socios», *RdS* 12/1999, pp. 334-336; GONZÁLEZ CASTILLA, «Reformas en materia de separación y exclusión de socios», *op. cit.*, pp. 290-291.

(47) Así *vid.* EMPARANZA, en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Dir. ROJO/BELTRÁN, Civitas, 2011, p. 2500, no admitiendo por razones de seguridad jurídica la fijación de causas de exclusión estatutarias por la vía de la cláusula general dentro del que se situarían «la justa causa» o los «justos motivos».

que dificultarían la consecución del interés común y, de otro, no tomará en consideración la vertiente conservativa que conlleva la exclusión.

No obstante, *entendemos que el empleo de la cláusula general en el ámbito de la fijación estatutaria de causas de exclusión no solo constituye un recurso jurídico licito, sino que además favorece la negociación del contrato social en el momento de constitución de la sociedad*, disminuyéndose la inseguridad jurídica que inicialmente puede conllevar la fijación por la junta general de lo que en cada caso sea «justa causa», así como la interpretación jurisprudencial y registral a que daría lugar la inclusión en los estatutos de la «justa causa» en orden a la exclusión de socios, evitándose además con ello el riesgo de exclusiones arbitrarias(48).

En este ámbito, y en tanto se discute en la comisión general de codificación el tratamiento que en el nuevo Código Mercantil que se está elaborando tendría la «justa causa» como causa de exclusión, sería conveniente evitar el empleo de esta cláusula general frente a la que se pueden plantear objeciones doctrinales y reglamentarias, que sobre la base del referido art. 207 RRM podrían impedir la inscripción en el Registro de la escritura pública en que ha de constar la nueva causa de exclusión, modificación o supresión de cualquiera de las causas estatutariamente existentes. En este sentido, la previsión estatutaria del abuso de minoría como causa de exclusión del socio de la sociedad podría articularse en virtud de cláusulas del siguiente tenor: *«El ejercicio abusivo de los derechos de la minoría en el ejercicio de sus derechos de voto y asistencia a la junta será determinante de la exclusión del socio minoritario cuando dicho ejercicio impida la adopción de medidas de saneamiento esenciales para permitir la pervivencia de la sociedad».*

Dicha previsión estatutaria, acordada bajo el régimen de unanimidad legalmente previsto *ex* art. 351 LSC, sería lícita en el marco de la libertad de pactos y la autonomía de la voluntad *ex* art. 1255 Cc y no conculcaría norma imperativa o tipificadora de las sociedades de capital, dado que no hay una norma que obligue a la sociedad a mantener el vínculo societario frente a quienes impiden o bloquean el ejercicio del objeto social(49), quedando no obstante subsistente respecto de sociedades de responsabilidad limitada la responsabilidad solidaria por las deudas anteriores del socio excluido cuyas participaciones o acciones resulten amortizadas y limitada al reembolso de su valor (art. 357 LSC en relación con el art. 331 del mismo texto legal).

Es cierto que la exclusión se agota en el componente *intuitu personae* y que por sí misma no permite la adopción en junta del acuerdo que posibilitaría el saneamiento conllevando además un coste económico, pues el acuerdo de exclusión pone en marcha la liquidación de la cuota de socio una vez valoradas sus acciones/participaciones (art. 353.1 LSC en supuestos de conflictos socio-sociedad en la valoración), que conlleva el reembolso de estas últimas o la consignación de su valor en una entidad de crédito (art. 356 LSC), tras lo que se producirá la correspondiente reducción del capital social (art. 358 LSC) o

(48) ALFARO, *Conflictos intrasocietarios, op. cit.*, pp. 1122-1123.

(49) *Vid.,* no obstante, RDGRN de 30 de marzo de 1999 (EDD 1999, 4139) (RJ 2189), que aun admitiendo la potestad de auto-organización de las asociaciones que les permitan fijar en los estatutos las causas de exclusión de los socios, establece que ello no puede suplantar o sustituir la tutela judicial efectiva, supeditándose, en todo caso, a la autoridad judicial la decisión sobre la exclusión del socio.

bien la adquisición por la propia sociedad de las acciones o participaciones de los socios afectados.

No obstante, no es menos cierto que, en combinación con una ejecución judicial del acuerdo que analizaremos más adelante, puede resultar una medida eficaz y eficiente desde una perspectiva preventiva de ejercicio abusivo por las minorías de sus derechos en la sociedad, particularmente cuando ésta está en crisis económica, o próxima a ésta. En este sentido, la exclusión operaría como límite a eventuales «comportamientos oportunistas», pues la minoría debe saber que si el ejercicio de sus derechos es incompatible con las *exigencias del fin común*, que en un contexto de crisis económico de la sociedad residirá en el funcionamiento y pervivencia de la sociedad, podrán ser excluidos de la sociedad sin que esta haya de incurrir en los ya analizados gastos de disolución, liquidación y reconstrucción de la sociedad.

2. Efectos económicos de la exclusión

La pérdida de la condición de socio que la separación y exclusión conlleva pone en marcha de manera cuestionable un procedimiento común, no obstante ser diferente la causa de la salida del socio de la sociedad en uno y otro caso (salida voluntaria-separación/ salida forzosa-exclusión). El procedimiento dirigido a la liquidación de la cuota del socio arranca en la junta de socios con la adopción con mayoría reforzada de un acuerdo en el que se decide excluir al socio (o socios) que hubieran incurrido en alguna de las causas de exclusión previstas legal o estatutariamente, siendo en principio un procedimiento de carácter extrajudicial, salvo si el socio afectado se manifestara en contra del acuerdo de la junta de exclusión y se tratara de un socio que reúna una participación igual o superior al 25% del capital social (art. 352.2 LSC).

Asume *así la sociedad la obligación de restitución del valor de las participaciones o acciones al socio afectado por la exclusión (art. 356) tras lo que se produce; o bien la correspondiente reducción de capital social por amortización de las participaciones (art. 358), siendo de aplicación lo previsto en el art. 363.1.f LSC* si, como consecuencia de la reducción, el capital descendiera por debajo del mínimo legal, computándose el plazo del año previsto en dicho precepto desde la fecha de reembolso o la consignación; *o bien la adquisición por la sociedad*, un socio o un tercero de las acciones o participaciones de los socios afectados (arts. 140.1, 141.1 y 3 y 143 LSC), evitándose en estos últimos supuestos eventuales «despatrimonializaciones» de la sociedad, otorgando los administradores, sin necesidad de acuerdo de la junta general, escritura pública de adquisición de participaciones, a lo que ha de añadirse la posibilidad, sobre la base del principio de autonomía de la voluntad *ex* art. 1255 Cc, de optar por mecanismos de opciones de compra y venta o cláusulas de rescate en pactos parasociales, o en su caso en cláusulas estatutarias[(50)] sin descartar la posibilidad de acudir al «arbitraje» en relación a la valoración de acciones o participaciones en supuestos de exclusión[(51)].

---

(50) *Vid.* FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *op. cit.*, pp. 349 y ss.

(51) *Vid.* PERALES VISCASILLAS, *Arbitralidad y convenio arbitral*, Civitas, Navarra, 2005, pp. 119-121, señalando que, si bien los árbitros no podrían sustituir a la junta como órgano competente para acordar la exclusión o para

Todo ello ha de producirse *previa valoración de sus participaciones*, estableciéndose para ello en el *art. 353.1 LSC* un sistema escalonado común a supuestos de baja y exclusión que persigue resolver eventuales conflictos de intereses entre el socio y la sociedad, propiciándose en la medida de lo posible que la salida del socio de la sociedad se produzca sin poner en peligro la continuidad de la empresa(52).

El régimen descansa, en primer lugar, *en el acuerdo entre el socio y la sociedad sobre la valoración de las aportaciones* («valor razonable» *ex* art. 353.1 LSC), acudiéndose en otro caso en modo subsidiario a un régimen legal o estatutario supletorio, atribuyéndose a terceras personas la valoración de las acciones/aportaciones, así como su modo de realización. Por último, a falta de acuerdo sobre el valor razonable de las participaciones sociales o sobre las personas que han de valorarlas y el procedimiento a seguir, las participaciones se valorarán por un auditor de cuentas, distinto al de la sociedad, designado por el registrador mercantil del domicilio social a solicitud de la sociedad o de cualquiera de los socios titulares de las participaciones que han de ser valoradas, lo que nos situaría ante un supuesto de «arbitrio de terceros» y no de arbitraje(53).

En relación al acuerdo sociedad/socio saliente sobre el valor de las acciones/participaciones, que sería la vía deseable de valoración, hay que destacar que, no obstante la referencia contenida en el art. 353.1 LSC al *«valor razonable»*, las partes pueden valorar las acciones/participaciones por encima o por debajo de este *«valor razonable»* que solo opera taxativamente respecto de la valoración por terceros (auditores)(54).

Esta interpretación encontraría su fundamento en la consideración de que, *al igual que cabe renunciar a la cuota de liquidación, cabría la posibilidad de que con el consentimiento del socio saliente se fije a la acción/participación un importe inferior al que le correspondería realmente como «valor razonable»*(55). *Esto permitiría, con el consentimiento del socio saliente, que se pudiera pactar deducir del valor de la participación/acción la indemnización de daños y perjuicios que, en su caso, pudiera derivar de la eventualidad en que la posición obstaculizadora* del socio minoritario fuera constitutiva de un abuso de

---

tomar la decisión acerca de la causa legal que, en su caso, diera lugar a la exclusión, sí serían arbitrables las disputas que pudieran surgir entre la sociedad y el socio con motivo de la exclusión, p.e. relativas a determinar si se ha producido la causa legal o estatutaria determinante de la exclusión. Así *vid.* MUÑOZ PLANAS, «Algunos problemas del arbitraje en materia de sociedades mercantiles», en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje a Rodrigo Uría*, Madrid, 1978, pp. 474-476; *vid.* GIRÓN TENA, *Derecho de Sociedades*, *op. cit.*, entendiendo que incluso la decisión de excluir adoptada por los árbitros sería válida.

(52) ALFARO/CAMPINS, «La liquidación del socio que causa baja como consecuencia de su separación o exclusión» en *Homenaje a Sánchez Calero*, vol. III, pp. 3151-3188; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *op. cit*., pp. 349 y ss.

(53) *Vid.* PERALES VISCASILLAS, *op. cit.*, Navarra, 2005, pp. 117-118.

(54) Así, siguiendo a GARCÍA VILLAVERDE en «La exclusión de socios. Causas legales», *op. cit.*, pp. 133 y ss.

(55) Así, GARCÍA VILLAVERDE, *ibidem*; PERALES VISCASILLAS, *op. cit.*, pp. 120-121. En sentido contrario, no admitiendo este criterio permisivo sobre la valoración de las acciones/participaciones en la relación socio/sociedad, entendiendo que la valoración realizada tendría trascendencia como presupuesto técnico caso de incumplirse el acuerdo alcanzado entre socio/sociedad, en orden a promover la impugnación del correspondiente acuerdo o para ejercitar una acción social de responsabilidad, *vid.* BONARDELL/CABANAS, en «Separación y exclusión de socios…», *op. cit.*, pp. 127 y ss.

derecho *ex* art. 7 Cc, solución esta que sin embargo no se podría alcanzar sin el consentimiento del socio saliente.

3. El tratamiento en un eventual concurso de la restitución del valor económico de las acciones/participaciones del socio excluido

En aquellos supuestos en que a consecuencia del comportamiento obstruccionista del socio minoritario no hayan podido adoptarse las oportunas medidas de reestructuración societaria o se hubieran adoptado tarde y finalmente se haya declarado a la sociedad en concurso de acreedores, se suscita como una cuestión esencial la clasificación que en dicho concurso tendría el crédito resultante de la exclusión del socio minoritario acontecida con anterioridad a la declaración de dicho concurso.

El tema ha de resolverse sobre la base de las normas de Derecho societario que disciplinan el derecho de crédito de naturaleza societaria (derecho a obtener la cuota de liquidación) que asiste al socio excluido de la sociedad, de modo paralelo a lo que acontece respecto del socio que voluntariamente se separa de la sociedad y las normas concursales que regulan la clasificación de créditos en el marco de un concurso de acreedores (arts. 89 a 93 LC). Todo ello *partiendo como premisa de la inexistencia de* par conditio *en el concurso de acreedores entre los derechos de los socios a recibir su cuota de liquidación y los derechos de los acreedores a la satisfacción de sus créditos.*

En este sentido, la pérdida de la condición de socio consustancial en las sociedades capitalistas a la exclusión conlleva la puesta en marcha de un procedimiento dirigido a la liquidación de la cuota de socio, una vez valoradas sus participaciones, conforme al cual *el socio sólo disfrutará de manera plena de su derecho de crédito societario cuando hayan sido satisfechos todos los acreedores o consignado el importe de sus créditos (art. 391.2 en conexión con el art. 395.1.b LSC).*

Ello encuentra su «traducción» en el ámbito concursal en la clasificación como crédito subordinado que recibirían los créditos de los socios que en el momento de nacimiento de su derecho de crédito fueren titulares de al menos un 10% del capital social si la sociedad en concurso no tuviere valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial (en este caso el porcentaje se reduciría al 5% del capital social), de modo paralelo a lo que acontece respecto del socio que voluntariamente se separe de la sociedad[56]. Desde esta perspectiva, y en tanto concurriese en el socio (o socios) ese porcentaje de participación en el capital social (10%), se produciría dicha subordinación crediticia que conlleva la postergación en el cobro del crédito en supuestos de liquidación (art. 158 LC), así como la pérdida de ciertos derechos dentro del concurso (p.e., no tienen derecho de voto ni adhesión al convenio, aun cuando resultan sometidos a su contenido en iguales condiciones que los acreedores ordinarios, con el agravante de que los plazos de espera no computan hasta que aquéllos son satisfechos, se extinguen las garantías reales de que eventualmente fueran titulares y no puedan formar parte de la administración concursal en los supuestos del art. 27.2.3.º LC). Esta

(56) *Vid.*, respecto de la clasificación concursal del crédito resultante de la separación voluntaria del socio de la sociedad, BELTRÁN, «La calificación del crédito resultante de la separación de un accionista realizada con anterioridad a la declaración de concurso de la sociedad», en *ADCo* 2006, pp. 595-602.

subordinación operaría además en el modelo español, en aras de una pretendida seguridad jurídica, de un modo automático, basándose en las condiciones concurrentes en el acreedor de proximidad respecto del deudor, sin acudirse en modo alguno a un particular juicio de reproche. *Esta clasificación subordinada, además, resultaría lógica desde un punto de vista de política jurídica, pues no parecería adecuado que los acreedores de la sociedad vieran situarse a su lado y en igualdad de condiciones a un socio al que se adeuda su participación en la sociedad en virtud de un procedimiento de exclusión conectado a su conducta «obstruccionista» respecto de la adopción de ciertos acuerdos sociales que precisamente podían haber evitado la declaración del concurso de acreedores*.

No obstante, podría resultar cuestionable la subsistencia de la condición de socio respecto de quien los socios reunidos en junta han adoptado un acuerdo de exclusión, lo que a su vez conecta con un tema temporal, de un lado, en relación al momento en que se produce efectivamente la pérdida de la condición de socio que la exclusión conlleva y, de otro, en conexión con el momento en que debe concurrir la posición relacionada con el deudor para que opere la automática subordinación crediticia prevista en el art. 93.2 1.º LC, que parece situarse expresamente en ese precepto en su redacción, en virtud del RDL 3/2009, no tanto en el momento de la declaración del concurso cuanto en el «momento de nacimiento del derecho de crédito».

El momento en que se produce la baja del socio excluido no se encuentra expresamente regulado en la Ley de Sociedades de Capital, como tampoco lo estaba en las anteriores leyes de Sociedades Anónimas y Limitadas, habiendo sido esta una cuestión tradicionalmente controvertida en la doctrina no sólo respecto de la exclusión sino también en supuestos de separación voluntaria del socio de la sociedad.

En este marco, entendemos en gran medida por razones de seguridad jurídica que *el acuerdo mismo de los socios reunidos en junta de exclusión del socio minoritario* en el sistema general de exclusión extrajudicial, y dejando en este momento al margen la particular problemática que podrían conllevar los supuestos de «exclusión judicial», *no determinaría el nacimiento efectivo del Derecho a la Cuota de Liquidación y subsiguiente pérdida de la condición de socio*(57)*, constituyendo tan sólo el inicio de un procedimiento en que dicho acuerdo constituiría el primer requisito. Por tanto el acuerdo de exclusión no daría lugar por sí mismo a la pérdida de la condición de socio, que solo se produciría en el momento en que la sociedad, por la vía que sea, reembolse o consigne a dicho socio su participación en el capital, conservándose dicha condición hasta el momento en que se produce el pago de la cuota al socio saliente, y concurriendo por tanto la causa de subordinación prevista en el art. 93.2.1.º LC*(58).

---

(57) Así, siguiendo a GARCÍA VILLAVERDE, en «La exclusión de socios. Causas legales». *op. cit.*; ALFARO, «Conflictos intrasocietarios», *op. cit.*, BONARDELL/CABANAS, «Separación y exclusión de socios en la sociedad de responsabilidad limitada», *op. cit.*, pp. 148 y ss, habiéndose fundamentado tradicionalmente esta interpretación por este sector doctrinal, de un lado, en la posibilidad de que la sociedad antes de proceder a dicho pago o consignación pueda revocar el acuerdo de exclusión incluso en casos en que resultase confirmado dicho acuerdo por resolución judicial, invocándose también tradicionalmente el art. 251 LSA derogado por la LME 3/2009, de 3 de abril, que autorizaba a las sociedades en liquidación a participar en procesos de fusión siempre que no hubiese comenzado el reparto del patrimonio entre los accionistas.

(58) La fijación de la pérdida de la condición de socio en el momento en que se produce el reembolso o la consignación del valor de las partes sociales de las que aquel fuera titular ha sido, de otro lado, la opción en el art. 157

No obstante, la exclusión podría constituir una medida cuasi-sancionadora y preventiva de eventuales abusos futuros ante la amenaza de dicha exclusión, pero por sí misma no permitiría la adopción y ejecución del acuerdo que coadyuve a la pervivencia de la sociedad y es en este ámbito en el que se plantea la posible subsunción en su caso de los supuestos de «abuso de minoría» en el ámbito de un eventual abuso de derecho que permitiría, sin perjuicio de la analizada exclusión, la aplicación de las sanciones contempladas en el art. 7.2 Cc, y en particular la posibilidad de que el juez adopte medidas judiciales o administrativas que pudieran permitir la ejecución judicial del acuerdo.

VI. ABUSO DE MINORÍAS Y ABUSO DE DERECHO

1. La buena fe en el ejercicio de los derechos y el deber de fidelidad del socio

En efecto, en este marco se plantea una eventual contravención de las exigencias de la buena fe que deben presidir el ejercicio de los derechos subjetivos y que opera como cláusula general en todo el ordenamiento jurídico, incluido el societario, y en el que podría subsumirse el «abuso del derecho» *ex* art. 7.2 Cc respecto de comportamientos abusivos del socio minoritario en general, y en particular en relación con aquellos que «bloqueen» o impidan la adopción de medidas de las que dependa el saneamiento del deudor, y no obstante los caracteres específicos que este abuso presentaría, dada su inserción en el ámbito societario[(59)].

En ese sentido, el referido comportamiento podría entenderse constitutivo de abuso de derecho, esto es, de un uso antisocial del derecho, dado que en estos supuestos el ejercicio de los derechos de la minoría se realiza formalmente al amparo de una norma legal con un «interés ilegítimo» o con la intención de perjudicar a otro[(60)]. En este ámbito la doctrina ha precisado que *frente al abuso de mayoría que exigiría la obtención o la intención de obtener un beneficio o ventaja, el abuso de minoría podría perseguir tan solo la realización*

(«Eficacia del acuerdo de exclusión») de la propuesta de Código de Sociedades Mercantiles elaborada por la Comisión General de Codificación, aprobada por la sección de Derecho Mercantil de 16 de marzo de 2002. Publicada por el Ministerio de Justicia.

(59) Nuestra jurisprudencia ha reiterado que a las pautas de la buena fe se han de ajustar en todo momento el ejercicio de los derechos; *vid.*, entre otras, SSTS de 8 de julio de 1981 [RJ 1981, 3053]; de 1 de marzo de 2001 [2001, 2588], de 4 de marzo de 1985 [RJ 1985, 1107]; de 5 de julio de 1989 [RJ 1989, 5399]; de 21 de septiembre de 1987 [RJ 1987, 6186]; de 8 de marzo de 1991 [RJ 1991, 2201]; de 29 de febrero de 2000 [RJ 2000, 812].

(60) El recurso al abuso del derecho ha sido invocado en materia de sociedades, p.ej., en materia de convocatoria de juntas *ex* art. 173 LSC, en supuestos en que ésta se hace en modo tal que los destinatarios de la convocatoria no la adviertan (*vid.* MORRAL SOLDEVILLA, «La convocatoria de la junta general de accionistas: algunos problemas en trono a su régimen jurídico», en AA.VV., *Homenaje a Fernando Sánchez Calero*. Madrid, 2002, pp. 1214-1219; FARRANDO MIGUEL, «Reformas en materia de convocatoria de la junta general», en AA.VV., *Las reformas de la ley de Sociedades de Capital*, dir. RODRÍGUEZ ARTIGAS/FARRANDO MIGUEL/GONZÁLEZ CASTILLA, Navarra, 2012, pp. 127-131); Asimismo se ha invocado un eventual abuso de minoría constitutivo de ejercicio antisocial del Derecho *ex* art 7.2 Cc en relación al art. 348 bis LSC, a cuyo ejercicio por el socio minoritario la sociedad podría oponerse basándose en datos económicos y financieros que justificarían la decisión social relativa a los dividendos. (*Vid.* GONZÁLEZ CASTILLA, «Reformas en materia de separación exclusión de socios», en AA.VV., *Las reformas de la Ley de sociedades de capital*, dir. RODRÍGUEZ ARTIGAS/FARRANDO MIGUEL/GONZÁLEZ CASTILLA. Navarra, 2012, pp. 265-266).

de un daño a la sociedad o la obstrucción de su funcionamiento sin obtener una ventaja a cambio o incluso sufriendo un perjuicio económico[61]. Y es que a estos supuestos subyace frecuentemente un conflicto de intereses socio-sociedad, no resultando suficiente invocar la mera defensa de la posición jurídica del minoritario para legitimar un voto negativo o una abstención de éste en Junta, cuando de ello depende el funcionamiento de los órganos sociales y puede determinar una paralización del fin social.

En efecto, sería en el principio de la buena fe en el ejercicio de los derechos en el que encontraría su fundamento último el deber de fidelidad contractual (art. 1101 Cc), que se impone al socio en el marco de los deberes de colaboración respecto de otros socios y de la sociedad misma, en el ámbito de un contrato de sociedad, y que ha de inspirar también el ejercicio del derecho de voto asignado a los socios en las juntas generales, así como el ejercicio de cualquiera otros de los derechos que integran la posición jurídica de socio[62]. En este sentido, los *derechos de la minoría se contemplan para atender intereses de socios dentro de la sociedad y no para atender intereses que pertenezcan al socio pero extraños o contrarios a la Sociedad*[63]. Actuaría por tanto la causa societaria como límite a la actuación discrecional de grupos de poder, y no solo respecto de socios mayoritarios sino también de los minoritarios, en el ejercicio de los derechos de socios, cuando los intereses de aquéllos se contrapongan al interés social[64], que en modo alguno puede ser equiparado al interés particular del socio mayoritario sino a un interés colectivo de los socios, pudiendo entenderse que en un contexto de desequilibrio patrimonial de la sociedad este interés social se centraría en la pervivencia de la sociedad.

En este ámbito, *el papel del juez debe limitarse a verificar la concurrencia del referido abuso de minoría en relación a una operación de saneamiento extrajudicial, esto es, debe concretar si concurre un conflicto entre el interés social y el del socio, sin entrar a analizar la conveniencia de la medida en orden a la consecución del interés social*[65]. No obstante hay que resaltar que el abuso de minoría y su reconducción al ámbito del abuso de derecho, constituiría un mecanismo excepcional, por lo que es preciso que la finalidad sea ilegítima o concurra en modo patente y manifiesto la intención de perjudicar a la Sociedad[66].

En este sentido, la *conducta constitutiva del abuso de minoría ha de tener un efecto sustancial en la organización social y ha de apreciarse la existencia de un «bloqueo de control» que incida en el ámbito orgánico o funcional de la sociedad en perjuicio del interés social*[67] (p.e., supuestos en que el minoritario no vota favorablemente a la adopción de un acuerdo que permitiría sanear la sociedad y no propone otras medidas alternativas).

---

(61) Así RUBIO VICENTE, *op. cit.*, p. 103.

(62) GALGANO, «Contratto e persona giuridica nelle società di capitali», en *Contr. e impr*. 1996., pp. 1-8.

(63) Así GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades anónimas*, *op. cit.*, p. 190.

(64) *Vid.* ALCALÁ DÍAZ, «El conflicto…», *op. cit.,* p. 126.

(65) ALCALÁ DÍAZ, *ibidem*

(66) Así POLO, «Abuso o tiranía. Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría y minoría en la Sociedad Anónima», en AA.VV., *Homenaje a Aurelio Menéndez*, vol. II, pp. 2282-2283.

(67) *Vid.* HERNANDO CEBRIÁ, *op. cit.* Entendiendo que la mera negativa del minoritario al acuerdo de aumento de capital social insuficiente para evitar la aprobación del acuerdo constituiría una «conducta inocua» que no sería constitutiva de abuso, siendo esencial que el ejercicio abusivo del derecho del socio resulte determinante para la adopción del acuerdo.

Con ello concurrirían la circunstancia objetiva y subjetiva que el Tribunal Supremo ha valorado en orden a detectar una conculcación de la buena fe en el ejercicio de derechos en el marco societario[68]; Así concurriría un hecho u omisión en el que se manifiesta claramente la inexistencia de un comportamiento de buena fe (circunstancia objetiva) y el propósito de lograr un objetivo que causaría un perjuicio a la sociedad, esto es, una voluntad de perjudicar (circunstancia subjetiva).

2. Las «sanciones» conectadas al abuso de minoría como un supuesto de abuso de derecho

Una de las principales consecuencias de la eventual conceptualización del abuso de minoría como un supuesto de abuso de derecho, radica en la posibilidad de aplicar las sanciones previstas en el art. 7.2 Cc que se materializan de un lado, en la correspondiente indemnización de daños y perjuicios y, de otro, en la adopción de las medidas judiciales o administrativas que impidan la persistencia en el abuso[69].

A) En torno a la indemnización de daños y perjuicios

La primera medida que se presenta sería la indemnización del daño producido por el socio minoritario a la sociedad por incumplimiento del deber de fidelidad (arts. 1258 y 1101 Cc) y conducta contraria a la buena fe (art. 7.2 Cc), siendo el administrador de la sociedad perjudicada el competente para reclamar al socio minoritario esta indemnización.

En aquellos supuestos en que la «minoría de bloqueo» hubiera provocado una «disolución atípica» de la sociedad, habrá de estarse, en relación con esta indemnización, al estado en que se encuentra el proceso de liquidación, constituyendo esta indemnización un activo sobrevenido que habría de ser adjudicado entre los socios como cuota adicional (art. 398 LSC) en aquellos supuestos en que la liquidación hubiera concluido[70].

Asimismo, cuando la indemnización se acompañe de la adopción de otras medidas (p.e., exclusión del socio minoritario perturbador), lo que será frecuente por las razones que se han analizado, se suscita en qué medida, con el fin de hacer la indemnización expedita lo antes posible, podría «descontarse» esta indemnización de los derechos económicos que conllevaría la adopción de otras medidas como la exclusión del socio de la sociedad, tema este que ya se ha abordado en otro lugar del presente trabajo[71].

Aun cuando la indemnización de daños y perjuicios prevista en el art. 7.2 Cc, si es lo suficientemente elevada, podría resultar disuasoria de «la compensación» que eventualmente podría derivar del abuso del derecho, hay que descartar su operatividad con carácter exclusivo, particularmente cuando nos encontremos ante abusos de minoría de carácter

---

(68) *Vid.* STS de 2 de mayo de 1984 [RJ 1984, 2392] en relación a convocatoria de juntas y abuso de derecho, pudiendo extrapolarse al ámbito del uso abusivo por la minoría de sus derechos la exigencia de dichas circunstancias.

(69) *Vid.* DE ÁNGEL YÁGÜEZ, «Comentario al artículo 7.2 del Cc», en AA.VV., *Comentario del Código Civil*. Dir. PAZ-ARES, DÍEZ PICAZO, BERCOVITZ, CODERCH, Madrid, 1993, vol. 1, pp. 57-71.

(70) *Vid.* PULGAR EZQUERRA, *La cancelación registral de las sociedades de capital*, Madrid, 1998.

(71) *Vid.* epígrafe V del presente trabajo, sobre «La exclusión del socio minoritario».

negativo, que suele ser frecuentemente el ámbito en el que se ubican los referidos abusos en relación a la adopción de acuerdos sociales necesarios para la pervivencia de la sociedad[72].

En efecto, cuando los abusos de la minoría se centran en conductas de «bloqueo» u «oposición» sistemática e injustificada a la adopción de acuerdos que normalmente conllevan modificaciones estatutarias, que requieren para su aprobación un «quórum» o mayorías reforzadas y se traducen en la inasistencia a la junta en que se debe decidir el acuerdo, impidiendo con ello la concurrencia del quórum legal o estatutariamente exigido (abuso en el ejercicio del Derecho de asistencia), o en el ejercicio del Derecho de voto, absteniéndose, votando en contra o en blanco (abuso en el ejercicio del Derecho de voto), la compensación económica que conlleva la indemnización no puede conllevar la adopción del acuerdo, ni evitar la extinción de la sociedad por un eventual bloqueo del acuerdo societario que garantizaba la pervivencia económica y jurídica de la sociedad. No se satisface, por tanto, con dicha indemnización el interés social que, en situaciones de crisis económica, residiría en la continuidad de la sociedad[73].

Tema distinto sería la virtualidad en estos supuestos de la indemnización de daños y perjuicios como una medida complementaria de la adopción de otras medidas que coadyuven a disuadir preventivamente dichas actitudes de bloqueos de minorías (p.e., exclusión, ya analizada) o a la adopción o ejecución del acuerdo (ejecución judicial del acuerdo), que es de lo que en definitiva se trata con el fin de mantener la continuidad de la sociedad.

B) La adopción de medidas judiciales o administrativas: la posibilidad de ejecución judicial de un acuerdo no adoptado

Junto a la correspondiente indemnización por daños y perjuicios, en el art. 7.2 Cc se prevé, frente al abuso de derecho o ejercicio antisocial de este, la adopción de medidas judiciales o administrativas que impidan la persistencia en el abuso, pudiendo el juez de lo mercantil elegir en atención a las circunstancias concurrentes, de entre un conjunto de medidas, aquellas que en forma separada o conjunta sean más eficaces[74].

En este ámbito, habrían de descartarse soluciones que conlleven la condena judicial a los accionistas minoritarios a asistir a la junta y votar en un determinado sentido, invocándose un pretendido interés social, pues ello conllevaría la imposición de una obligación de hacer que resultaría contraria al principio de libertad de asistencia y voto del accionista[75]. Así, soluciones centradas en la nulidad del acuerdo o en el ejercicio extralimitado de un derecho o rechazo de los votos de los minoritarios en la junta que decidirá el acuerdo no

---

(72) Así, MARÍN DE LA BÁRCENA, «Intereses de los socios e interés del concurso durante la tramitación del proceso concursal», en AA.VV., *Convergencias y paralelismos entre el Derecho de las sociedades y el Derecho concursal*, Marcial Pons, 2007, pp. 303-325.

(73) Así RUBIO VICENTE, *op. cit.*, pp. 98-99.

(74) *Vid*. DE ÁNGEL, *op. cit.*

(75) Así, RUBIO VICENTE, *op. cit.,* p. 100; COUTINHO DE ABREU, «Abusos de minoría», en AA.VV., *Problemas do direitto das sociedades*, Coimbra, 2002, p. 69, y en «Interés social y deber de lealtad de los socios», *RdS*, 2002-2, pp. 39-56.

podrían generalizarse, pues solo resultarán aplicables a las conductas activas del socio en abuso de su derecho, y generalmente los abusos de socios minoritarios en relación a la adopción de medidas esenciales para la pervivencia de la sociedad se manifiestan en un modo omisivo (p.e., no asistencia a la junta o no votan), respecto del que no cabe nulidad alguna.

Asimismo, habrían de descartarse soluciones próximas a la designación de un «mandatario *ad hoc*», siguiendo el modelo adoptado frecuentemente por la jurisprudencia francesa(76), encargado de representar al socio minoritario no compareciente y de votar en su interés en una posterior junta general y que en nuestro Derecho podrían encontrar su fundamento en la designación de un administrador judicial sobre la base de la adopción de medidas cautelares *ex* art. 727 LEC, y la designación de un «mandatario judicial provisional» *ex* art. 706 LEC en conexión con el art. 1098 Cc que autoriza que el ejecutante opte por encargar el hacer a un tercero.

En efecto, esta solución, además de conllevar un coste temporal que retrasaría en el tiempo la adopción del acuerdo, pues habría que convocar una nueva junta general(77), no estaría exenta de litigiosidad (eventuales recursos judiciales), resultando cuestionable la admisibilidad de la cesión legitimadora del Derecho de voto a un no accionista para su ejercicio en nombre propio y no en representación(78). Se suscitaría además una particular problemática, no tanto en supuestos en que el abuso se haya materializado en la inasistencia u omisión del Derecho de voto por el minoritario, cuanto en aquellos otros en que haya concurrido una oposición expresa a la adopción del acuerdo, dado que ya no se trataría tan solo de substituir al accionista, sino de votar en contra de lo votado por este(79).

A la vista de todo ello, resultaría más eficaz en supuestos de abuso de la minoría, y aun cuando ello no se prevea expresamente en nuestro Derecho, la adopción de medidas que no requieran, ni sustituyan, la participación activa del socio, y en concreto no tanto la impugnación de un acuerdo social que por la actitud abusiva del minoritario en el ejercicio de sus derechos no se adoptó, *cuanto la ejecución judicial del acuerdo no adoptado* determinando que la sentencia dictada por el tribunal reconociendo el abuso equivalga a la adopción del acuerdo, siempre que hubiera concurrido el cumplimiento de los requisitos legales para ello (convocatoria en tiempo y forma de la junta). *Esta adopción judicial del acuerdo en modo alguno equivaldría a que el juez determine el interés social, erigiéndose en gestor de la sociedad, pues el juez no valorará la oportunidad del acuerdo en orden al interés social, verificando tan solo si dicho interés ha resultado lesionado y hay un abuso*

---

(76) *Vid.* sentencia Flandin de 9 de marzo de 1993. *Vid.* comentario en LE CANNU, «Le minoritaire inerte (observations sous L'arrêt Flandin)», *Bulletin Joly* 1993 (mayo), pp. 537-550; *Vid.* también sentencia Valette de 5 de mayo de 1982 comentada por ALFANDARI/JEANTIN, «Comentario a la sentencia del Tribunal de Grand Instance de París (sentencia Valette) de 5 de mayo de 1982», *Rev. Trim. Dr. Comm.*, 1983, pp. 244-245, en relación con un supuesto de rechazo a votar una distribución de beneficios produciéndose, aun cuando no existe un abuso de minoría, un bloqueo de la vida social, por lo que se dispone, con el fin de superar la crisis, el nombramiento de un administrador provisional.

(77) RUBIO VICENTE, *op. cit.*, p. 101.

(78) Así VICENT CHULIÁ, «Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto», en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a Giron Tena*, Madrid, 1991, pp. 1214-1215; HERNANDO CEBRIÁ, *op. cit.*, pp. 321-322.

(79) Así *vid.* RUBIO VICENTE, *op. cit.*, pp. 100-101.

de minorías y por tanto un conflicto de intereses y adoptando las medidas necesarias para evitar la persistencia en dicho abuso.

Ello, aun cuando, como se ha adelantado, no está legalmente previsto en nuestro Derecho, encontraría su fundamento, de un lado, en la analizada facultad de elección que el art. 7.2 Cc otorga al juez para adoptar las medidas judiciales o administrativas que impidan la persistencia en el abuso, dado que la adopción del acuerdo impide la continuidad en el bloqueo motivado por la conducta del minoritario y, por otro lado, en el mismo marco derivado del incumplimiento de las obligaciones de hacer previsto en al art. 1098 Cc, conforme al cual*«si el obligado a hacer alguna cosa no lo hiciera, se mandará ejecutar a su costa»*.

En este marco, el juez procederá a la anulación de los votos emitidos abusivamente por la minoría, en los supuestos en que el abuso se manifieste a través de conductas activas, pero no así cuando se vehiculice aquel a través de conductas omisivas, declarando simultáneamente la aprobación y ejecución del acuerdo necesario para la pervivencia de la sociedad(80).

De otro lado, la ejecución judicial del acuerdo no adoptado es la solución por la que se opta en supuestos de abuso de mayoría, y que en este ámbito supone la revocación de acuerdos mayoritariamente adoptados(81), lo que debe trasladarse también al abuso de minoría.

Esta es la solución que, en combinación con otras medidas analizadas (exclusión/indemnización de daños y perjuicios), en un modo más eficaz permitiría evitar la persistencia en el abuso sin que ello, de otro lado, perjudique el interés de los minoritarios, particularmente si el aumento de capital se vehiculiza mediante emisión de nuevas acciones o participaciones, pues en este caso son libres de suscribir las nuevas acciones o participaciones resultantes del aumento de capital, lo que podría resultar cuestionable si se optase por el incremento del valor nominal de las acciones, que no garantizaría la neutralidad de la solución al obligar a los minoritarios a nuevos desembolsos de capital.

(80) *Vid.* RUBIO VICENTE, *op. cit.*, p. 101, el cual argumenta que si en supuestos de abuso de mayoría se procede a la anulación de los votos de la mayoría y el acuerdo adoptado con ellos en abuso del Derecho de voto, debe hacerse lo mismo en supuestos de abuso de minoría.

(81) *Vid.* STS de 26 de mayo de 2005 en relación al rechazo de una propuesta de reparto de dividendos que se entendió adoptado en abuso de derecho por parte de la mayoría en perjuicio de la minoría. En este caso también concurría un «no acuerdo», pues al ser rechazada la propuesta de reparto de dividendos la junta no adoptó acuerdo alguno y, sin embargo, declarado en sentencia el abuso se acordó por el juez el reparto de dividendos.

SOBREENDEUDAMIENTO Y PRÁCTICAS HIPOTECARIAS DE LAS ENTIDADES BANCARIAS(*)

FERNANDO ZUNZUNEGUI

Universidad Carlos III de Madrid

RESUMEN

El presente artículo analiza la situación de sobreendeudamiento familiar provocada por la concesión irresponsable de crédito hipotecario por parte de las entidades de crédito, agravada por la crisis económica, la caída del valor de mercado de los inmuebles y el creciente desempleo. Esta situación crea el riesgo de exclusión social y financiera de quienes no pueden asumir el pago de sus hipotecas.

Se trata de un enfoque multidisciplinar del sistema hipotecario que incluye la perspectiva del cliente y la implicación tanto del sector bancario como del Banco de España en la solución de los desahucios. El artículo propone medidas preventivas y paliativas que intentan recobrar la confianza en el sistema bancario, reforzar la solvencia de las entidades bancarias y fortalecer la protección del cliente bancario.

Palabras clave: *Sobreendeudamiento, crédito responsable, hipotecas, desahucios, protección al cliente.*

ABSTRACT

This article analyzes the over-indebtedness caused by irresponsible mortgage lending by credit institution that have been exacerbated by the economic crisis, the falling value of the real estate market and rising unemployment. This creates the risk of social and financial exclusion of those who can't afford to pay their mortgages.

It is a multidisciplinary approach of the mortgage system that includes the customer's perspective involving the banking sector as well as the Bank of Spain in the solution to evictions. The paper suggests preventive and palliative measures that attempt to restore confidence in the banking system, strengthen the solvency of banks while enhancing the client protection.

Key words: *Over-indebtedness, Responsible Lending, Mortgages, Evictions, Client Protection.*

SUMARIO

INTRODUCCIÓN.

I. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN GENERAL DEL SISTEMA HIPOTECARIO DESDE LA PERSPECTIVA DEL EQUILIBRIO ENTIDAD-CLIENTE.

1. Sistema hipotecario y mercado hipotecario.

A) La titulización hipotecaria.

B) Las actividades de tasación.

(*) Este trabajo recoge el Informe de noviembre de 2011, encargado por el Defensor del Pueblo, siendo titular en funciones María Luisa CAVA DE LLANO Y CARRIÓ, para elaborar «Crisis económica y deudores hipotecarios: actuaciones y propuestas del Defensor del Pueblo», Madrid, enero de 2012.

2. Relación banca-cliente en el mercado hipotecario.

A) Aspectos generales.

B) Privilegios bancarios y protección del cliente.

II. PREMISAS PARA LA REGULACIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO A LA LUZ DEL DERECHO CONSTITUCIONAL A UNA VIVIENDA DIGNA Y ADECUADA.

1. Derecho a una vivienda digna.

2. Mercado hipotecario y sobreendeudamiento de las familias.

A) Datos y actitudes.

B) Culpa y responsabilidad.

C) Tratamiento legal del sobreendeudamiento.

III. ESTUDIO DE LAS PRINCIPALES IMPLICACIONES DEL SISTEMA DE RESPONSABILIDAD PERSONAL EN EL ÁMBITO HIPOTECARIO, ASÍ COMO DE LAS ALTERNATIVAS DE RESPONSABILIDAD MERAMENTE REAL (DACIÓN EN PAGO O SEMEJANTES).

1. Responsabilidad universal y mercado hipotecario.

2. La dación en pago y sus alternativas.

A) Crisis y responsabilidad.

B) Llamada al margen.

IV. PROPUESTAS PARA MEJORAR EL EQUILIBRIO DE LAS RELACIONES BANCO-CLIENTES EN EL ÁMBITO DE LA HIPOTECA PARA VIVIENDA HABITUAL.

1. Introducción.

2. Medidas preventivas.

A) Mejorar la transparencia.

B) Hacer efectivo el asesoramiento técnico.

C) Desarrollar la obligación de concesión responsable de crédito.

3. Medidas curativas.

A) Desarrollo de la Ley Concursal.

B) Mejorar el sistema de subastas.

V. PROPUESTAS PARA PALIAR LA SITUACIÓN DE LAS PERSONAS EN SITUACIÓN PRECARIA, POR NO HABER PODIDO HACER FRENTE AL PAGO DE LA HIPOTECA DE SU VIVIENDA.

1. Medidas adoptadas.

A) Reforma hipotecaria realizada por la Ley 41/2007.

B) Ley 2/2009, de 31 de marzo, de Intermediación en el Crédito.

C) Informe sobre protección del hipotecado.

2. Propuesta de medidas.

A) Acuerdo político asumido por el sector.

B) Código de Conducta para la comercialización y ejecución de los préstamos hipotecarios.

C) Evitar la usura.
D) Resolver el problema de los swaps.
E) Preservar la efectividad de los seguros.
F) Alternativas a la dación en pago.
G) Fortalecer la independencia del supervisor.

CONCLUSIONES.

BIBLIOGRAFÍA BÁSICA.

INTRODUCCIÓN

La compra de la vivienda constituye la principal decisión de inversión de las familias españolas[1], siendo habitual la compra a crédito con la garantía de la propia vivienda. En aplicación de las normas prudenciales y las buenas prácticas financieras, la capacidad de reembolso del crédito debe limitar el grado de endeudamiento. Sin embargo, desde hace más de una década las entidades de crédito han venido facilitando de forma imprudente el crédito hipotecario. Dan hipotecas para empaquetarlas y venderlas en el mercado. Han convertido la titulización hipotecaria en una de sus principales formas de financiación. Estas prácticas han facilitado el sobreendeudamiento de las familias.

La reciente crisis económica ha agravado el problema del sobreendeudamiento. Muchas han visto reducidos de forma importante sus ingresos, y aunque quieran no pueden hacer frente al pago de las cuotas de sus préstamos hipotecarios. Cada vez son más frecuentes los casos de viviendas que por la bajada de precios valen menos que la deuda hipotecaria. Aumentan los desahucios y el riesgo de exclusión social. Según el sistema legal vigente en España, el deudor no se libera con la entrega de la vivienda. Rige el principio de la responsabilidad universal, y tras la ejecución hipotecaria y la pérdida de la vivienda, el deudor consumidor mantiene la parte de deuda no satisfecha. A su vez, la inclusión de las personas desahuciadas en estas circunstancias en los registros de morosos produce su exclusión financiera. Surge así el desarraigo y el riesgo de exclusión social.

Estos hechos hacen que nos preguntemos sobre la conveniencia de proteger a las personas de buena fe que han perdido su vivienda o están en riesgo de perderla, afectadas por el paro u otras circunstancias imprevisibles fuera de su control. La respuesta debe ser prudente, pues la protección del hipotecado puede afectar al mercado del crédito y limitar el ejercicio de derechos constitucionales como la libertad de empresa o las bases de nuestro Derecho contractual, en particular cuando suponga una limitación al principio de responsabilidad universal (art. 1.911 Cc).

(1) Según el *Libro Blanco sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario de la Unión Europea*: *«El crédito hipotecario es, para la mayoría de los ciudadanos de la UE, la inversión financiera más importante de su vida. Los mercados de crédito hipotecario constituyen una parte significativa de la economía de Europa, como demuestra el hecho de que el saldo vivo de crédito hipotecario para la adquisición de vivienda represente el 47% del PIB de la UE»*, [Bruselas, 18 diciembre 2007 COM (2007) 807 final, p. 2].

Pero hay que partir del hecho de que nos encontramos ante situaciones excepcionales que merecen respuestas excepcionales.

Desde el lado de los acreedores, las entidades de crédito se están viendo afectadas por un fallo de mercado con bloqueo del crédito. El mercado financiero como mecanismo eficiente de canalización del ahorro a la inversión ha dejado de funcionar. El denominado «riesgo sistémico», es decir de contagio de los problemas de solvencia en un efecto dominó, ha llegado a bloquear los mercados interbancarios. Los bancos han dejado de cumplir su función de recibir depósitos para conceder créditos. De hecho, en España todo el sector de las cajas de ahorros ha tenido que ser reestructurado con ayudas públicas.

En este contexto de crisis del sistema, las empresas bancarias se benefician de privilegios no reconocidos legalmente. Como empresas, ante su insolvencia están obligadas a solicitar el concurso de acreedores. En lugar de cumplir esta obligación acuden a las ayudas públicas para superar su situación. Estas ayudas desbordan los límites de las previsiones legales. No respetan los límites a las ayudas financieras previstos en la regulación de los fondos de garantía de depósitos o del Fondo de reestructuración ordenada bancaria. En este marco, el saneamiento se reserva para las empresas viables, las inviables deben ser liquidadas de forma ordenada[(2)]. Tampoco se han respetado los límites a las ayudas públicas que marca la legislación sobre la libre competencia. Las entidades bancarias reciben ayudas a las que las demás empresas no tienen acceso. Estas ayudas son contrarias al principio de igualdad constitucional. Son ayudas que las protegen del concurso y ponen en cuestión la responsabilidad patrimonial. Para responder de sus deudas no sólo cuentan con sus bienes presentes y futuros, pues también cuentan con las ayudas públicas.

Son privilegios que se admiten como un mal necesario. Son medidas excepcionales que se justifican por el carácter especial de la actividad bancaria. La banca es esencial al sistema económico. Su crisis arrastraría al resto de la economía. Sin embargo estas consideraciones no tienen su reflejo ni en la Constitución ni en las Leyes. Las ayudas a la banca en tiempos de crisis son medidas de política económica que limitan derechos fundamentales. Vienen a violentar la libertad de empresa y el principio de responsabilidad universal por deudas.

Poco importa que las facilidades crediticias de la banca, las tasaciones exageradas, la falta de atención al perfil del cliente y a su capacidad de reembolso, la puesta en marcha de la maquinaria de dar hipotecas para titulizar, en suma, que la falta de responsabilidad en la concesión de crédito esté de algún modo en el origen del sobreendeudamiento de las familias. Son empresas demasiado grandes para caer (*to big to fail*). Hay que salvarlas para preservar nuestro estado del bienestar.

Son medidas políticas discutibles, de apropiación de ganancias y socialización de las pérdidas, que fuerzan nuestro sistema legal y que además no están dando los resultados esperados. Tienen un fallo esencial: olvidan las bases del sistema financiero. Lo que hay que restaurar es la confianza, la credibilidad de las entidades financieras. El crédito nace y se

(2) De tal modo que, al adoptar medidas en el marco de un plan de actuación, el fondo debe tener en cuenta *«el coste financiero de las mismas a su cargo que se comparará con los desembolsos que hubiese tenido que realizar de optar, en el momento de la adopción del plan, por realizar en lugar de éste el pago de los importes garantizados»* (art. 10.3 Real Decreto 2606/1996, según redacción Real Decreto 948/2001).

sustenta en la confianza[3]. Y para que vuelva la confianza al sistema financiero es necesario equilibrar el sistema, hacerlo más justo[4]. Reparar los excesos y restaurar la confianza.

La situación actual requiere extender los beneficios que ya recibe la banca al otro lado de la relación, al cliente sobreendeudado que va a perder su vivienda con riesgo de exclusión social y financiera. Las medidas de política económica, con ayudas a la banca en dificultades, deben ampliarse a los deudores de buena fe. Al igual que las ayudas a la banca, están justificadas por los intereses generales afectados. También en la crisis de las familias hipotecadas está en juego la confianza en nuestro sistema financiero.

Al igual que ocurre con las ayudas a la banca, las ayudas a las familias hipotecadas en riesgo de exclusión social afectan al ejercicio de derechos constitucionales y a las bases de nuestro sistema jurídico, pero resultan igualmente necesarias para superar las dificultades. Pero estas ayudas a las familias afectadas por la crisis se deben adoptar con prudencia. Son medidas que limitan derechos constitucionales, como el derecho a la igualdad (¿por qué voy a pagar los excesos del vecino que se ha cambiado de forma irresponsable de casa para vivir por encima de sus posibilidades?), o que afectan a las bases de nuestro sistema jurídico, en concreto al principio de responsabilidad universal por deudas.

Del mismo modo que las empresas no financieras pueden sentirse discriminadas en relación con las ayudas públicas de la banca, las familias sin problemas de sobreendeudamiento pueden considerar un agravio las ayudas a los desahuciados. Unas y otras pueden decir con razón que de haber sido más prudentes no se encontrarían en esa situación. Pero estamos ante circunstancias excepcionales, probablemente la peor crisis económica de nuestra historia, y del mismo modo que se ayuda a los bancos, resulta necesario para superar la situación ayudar a las familias. Son razones de fuerza mayor.

El principal problema está en la solución que pueda darse a las familias sobreendeudadas en riesgo de exclusión social. Hay coincidencia en la necesidad de reforzar la protección al hipotecado para evitar que situaciones como la actual puedan volver a producirse. Las medidas pueden ser preventivas, a través de la información precontractual, o curativas, de carácter concursal. Lo más problemático es decidir qué hacer con las familias que ya se encuentran ante la imposibilidad de pagar sus hipotecas y en riesgo de exclusión social.

Veamos estos temas por separado, con unas referencias previas al sistema hipotecario y al derecho a la vivienda, antes de llegar a algunas conclusiones. Lo vamos a hacer con un

---

(3) Aspecto destacado por Antonio MILLARUELO y Ana DEL RÍO, de la Dirección General del Servicio de Estudios del Banco de España: «*La estabilidad del sistema financiero constituye un requisito esencial para el desarrollo de la actividad económica, por su papel en la canalización de los recursos de los ahorradores hacia los individuos y empresas con necesidades de financiación. La intermediación financiera es una actividad que depende crucialmente de la confianza, tanto entre los agentes e instituciones que intervienen en ella (ahorradores, inversores, intermediarios, mediadores y mercados) como en las autoridades que la regulan y supervisan*», en «El apoyo público al sector financiero en la zona del euro durante la crisis», en *Boletín Económico del Banco de España*, septiembre 2010, p. 81, lo que les lleva a concluir que las «*acciones de emergencia suministran el margen necesario para que se lleve a cabo la necesaria reestructuración del sistema y se introduzcan los mecanismos apropiados para combatir las vulnerabilidades que se han puesto de manifiesto*» (*ibidem*, p. 82), entre las que se encuentra sin duda la desprotección del deudor hipotecado objeto de la concesión irresponsable de crédito.

(4) Según la COMISIÓN EUROPEA: «ningún mercado puede ser eficiente si los consumidores no confían en él, están bien informados y son capaces de buscar y elegir el producto hipotecario más adaptado a sus necesidades» (*Libro Blanco…*, *cit*., p. 5).

enfoque interdisciplinar, partiendo del marco legal para interpretarlo desde una perspectiva tanto legal como financiera[5].

I. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN GENERAL DEL SISTEMA HIPOTECARIO DESDE LA PERSPECTIVA DEL EQUILIBRIO ENTIDAD-CLIENTE

1. Sistema hipotecario y mercado hipotecario

La hipoteca, además de ser el medio principal para la adquisición de la vivienda, es un activo objeto de un mercado. El mercado hipotecario comprende tanto las operaciones activas de concesión de préstamos hipotecarios como las pasivas de refinanciación de éstos a través de la emisión de valores hipotecarios. El sistema hipotecario funciona como un mercado en el que se facilita la concesión de hipotecas movilizando los créditos hipotecarios a través de vehículos que empaquetan y venden los valores hipotecarios. El deudor hipotecario es una pieza más de este complejo sistema.

La concesión irresponsable de créditos hipotecarios se ha visto incentivada por la facilidad con que pueden ser empaquetados o utilizados como referencia de emisiones en el mercado hipotecario. La titulización de préstamos hipotecarios ha sido una de las principales fuentes de financiación de la banca española. Se daban hipotecas para crear títulos que podían ser vendidos en el mercado o ser utilizados como garantía para obtener anticipos en el mercado interbancario.

A) La titulización hipotecaria

Con la introducción del euro como moneda única, los bajos tipos de interés favorecieron la financiación empresarial y de las familias, incluido el crédito al consumo y el destinado a la adquisición de viviendas. La creciente competencia en el negocio crediticio contribuyó a descuidar las garantías. Lo cual no resulta extraño, pues es habitual que en épocas de expansión prime el sentimiento optimista y se relajen las cautelas. Así, de hipotecas a interés fijo a quince años cubiertas por los ingresos del cabeza de familia se ha pasado a hipotecas a interés variable cuyo reembolso se prolonga más allá de la vida laboral del titular de la hipoteca. Conocedores del creciente riesgo que asumían, y necesitados de financiación, los bancos procuran desprenderse de este tipo de créditos hipotecarios. El principal mecanismo utilizado para sacar de balance estos créditos ha sido el de empaquetarlos para revenderlos entre los inversores. De este modo las hipotecas de alto riesgo han sido transmitidas por los bancos a entidades que, a modo de vehículo, han servido para su distribución entre el público, en un proceso que los técnicos denominan de «titulización hipotecaria». Pero con la crisis se restringe el crédito, poniendo en cuestión este modelo

(5) Según Juana PULGAR EZQUERRA, el tratamiento y prevención de la crisis de los consumidores constituye un tema complejo que conlleva «una vertiente no solo económica sino social, lo que requiere en ocasiones la adopción de medidas sociológicas, económicas y jurídicas en el ámbito de distintas disciplinas jurídicas (civiles, mercantiles, procesales e incluso en ocasiones administrativas…)», en «Concurso y consumidores en el marco del estado social del bienestar», *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 9, 2008, p. 70.

de economía financiera. Como origen de la crisis se ha citado el aumento de los incumplimientos en el reembolso de las hipotecas basura en Estados Unidos. Pero este hecho es únicamente el detonante de la crisis. Lo relevante está siendo la pérdida de confianza en estos productos generados por la titulización y las dificultades que encuentran los gestores para justificar su valoración inicial. Son productos opacos no cotizados que carecen de mecanismos objetivos para medir su valor. Precisamente la pérdida de confianza surge de la ignorancia del riesgo asumido con estas inversiones.

En opinión de Sergio NASARRE, el sistema español de titulización hipotecaria tiene un fallo de estructura al «transmitir sin ceder» créditos hipotecarios, lo cual es difícil de entender, sobre todo para el juez encargado de hacer efectiva la garantía(6). Estas debilidades del sistema español de titulización hipotecaria no son ajenas a la situación actual de crisis inmobiliaria. La banca no da créditos hipotecarios porque no puede empaquetarlos y venderlos. La falta de concesión de crédito agrava la crisis inmobiliaria y presiona a la baja el precio de la vivienda. Lo cual repercute en las ejecuciones hipotecarias, cuyas subastas quedan desiertas o en las cuales las viviendas se adjudican a muy bajo precio. De tal modo que resulta imprescindible una mejora técnica del sistema de titulización hipotecaria como mecanismo de financiación, para proteger a todos los participantes en el mercado hipotecario, incluidos los demandantes de hipotecas.

B) Las actividades de tasación

La tasación independiente es un elemento clave para el correcto funcionamiento del mercado hipotecario. No hay hipoteca sin una previa tasación. Y lo que es más importante desde la perspectiva del cliente, la tasación es esencial para prevenir la concesión irresponsable de crédito. En este sentido, la Comisión Europea se comprometió, en el Libro Blanco sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario, de 18 de diciembre de 2007, a «impulsar la elaboración y utilización de criterios fiables de tasación»(7).

En España el marco legal no previene de forma adecuada los conflictos de interés que surgen ante la dependencia de las principales entidades de tasación de los grupos bancarios que conceden los préstamos hipotecarios. La regulación original de la tasación inmobiliaria en el art. 7 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo de 1981, sobre regulación del mercado hipotecario, y en su desarrollo a través del Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo, sobre régimen jurídico de homologación de los Servicios y Sociedades de Tasación, no garantizaban la independencia de las tasaciones de las entidades bancarias acreedoras(8). A su vez, la modificación de este régimen realizada por la Ley 41/2007 no está dando los resultados

---

(6) El profesor NASARRE realiza una crítica demoledora, tal vez excesiva, del sistema español de titulización hipotecaria. Considera que las llamadas «cédulas hipotecarias» carecen de garantía hipotecaria. Respecto a los bonos hipotecarios, considera que han perdido su principal fortaleza, tras la reforma de la Ley 41/2007, al no quedar anotada la garantía en el Registro de la Propiedad (véase Sergio NASARRE AZNAR, *Malas prácticas bancarias en la actividad hipotecaria*, Cuadernos Digitales de Formación, CGPJ, 2011, vol. 9, pp. 50-55).

(7) COMISIÓN EUROPEA, *Libro Blanco sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario de la UE*, COM (2007) 807 final, Bruselas, 18-12-2007, pp. 10.

(8) Según NASARRE, el uso indebido de esta regulación está provocando un serio conflicto de intereses (*ibidem*, p. 39).

esperados[9]. Esta Ley trata de reforzar la independencia de las entidades de tasación a través de la exigencia de un reglamento interno de conducta destinado a prevenir los conflictos de interés y de una Comisión Técnica encargada de verificar el cumplimiento de los requisitos de independencia establecidos por el citado reglamento[10]. Es un sector que debe abrirse a la libre competencia[11].

2. Relación banca-cliente en el mercado hipotecario

A) Aspectos generales

Tradicionalmente la protección del cliente bancario se ha canalizado a través de la información. Se considera que existe un desequilibrio informativo entre el banco y el cliente. Según estas posturas hay una asimetría informativa que puede ser superada suministrando una información clara y completa sobre los productos y servicios que contrata. Además, la información suministrada por el banco debe ser comprensible para el cliente minorista. Por esta razón los reguladores fomentan la educación financiera. De este modo, pretenden lograr clientes informados y responsables capaces de conocer lo que contratan y de identificar los riesgos que asumen.

El Libro Blanco de la Comisión Europea destaca la importancia de una buena información, una actitud responsable en la contratación de los préstamos hipotecarios y un asesoramiento riguroso. Según la Comisión, la *«concesión irresponsable de préstamos y la venta abusiva de préstamos hipotecarios por prestamistas o intermediarios de crédito sin escrúpulos pueden tener consecuencias negativas para el conjunto de la economía, como ha demostrado la actual crisis de las hipotecas de alto riesgo».* A su juicio, ningún mercado puede ser eficiente si los consumidores no confían en él, están bien informados y son capaces de buscar y elegir el producto hipotecario más adaptado a sus necesidades. A tal fin, los consumidores deben disponer de información clara, correcta, completa y comparable sobre los diferentes productos hipotecarios.

Para Marta ZABALETA DÍAZ, el ámbito de la prevención no es el del Derecho concursal, sino el de otras áreas jurídicas relacionadas con la publicidad comercial, el crédito al consumo, la venta a plazos o la actividad bancaria[12].

---

(9) Véase la noticia de Juan DE PORTILLO, «Expertos y políticos acusan a las tasadoras de favorecer a la banca», disponible en <http://www.cincodias.com>; con cifras sobre la concentración del negocio en las tasadoras participadas por las entidades bancarias.

(10) Pese al grave problema que ha supuesto la dependencia de la tasaciones, abordado por fin en la reforma de la Ley 41/2007, para la AEB, en voz de su Vicesecretario al comentar la reforma: «No existía preocupación en las entidades» respecto a la independencia de las sociedades de tasación (Francisco URÍA, Presentación sobre «El impacto de la reforma hipotecaria en las entidades de crédito», disponible en <http://www.bduimp.es/archivo/conferencias/pdf/08_10100_09_FranciscoUria_idc38328.pdf>).

(11) La Dirección de Investigación de la Comisión Nacional de la Competencia (CNC) ha incoado un expediente sancionador, con fecha 30 de septiembre de 2011, por posibles conductas anticompetitivas llevadas a cabo por parte de la Asociación Profesional de Sociedades de Valoración (ATASA), consistentes en la fijación, de forma directa o indirecta, de precios o de otras condiciones comerciales o de servicio.

(12) ZABALETA DÍAZ, M., «El concurso del consumidor», *Anuario Facultad de Derecho – Universidad de Alcalá* III, 2010, p. 317.

Esta es precisamente la opción del legislador español. Según el art. 48 de la Ley sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (LDIEC), el Ministerio de Economía y Hacienda está habilitado para determinar la información mínima que las entidades de crédito deberán facilitar a sus clientes con antelación razonable a que estos asuman cualquier obligación contractual, con la finalidad de permitir al cliente conocer las características esenciales de los productos y evaluar si estos se ajustan a sus necesidades y a su situación financiera. Estas obligaciones activas de información se han completado en la Ley de economía sostenible obligando a las entidades que conceden créditos a evaluar la solvencia del cliente. Son obligaciones pasivas de información destinadas a asegurar la concesión responsable de crédito. Todas estas previsiones han sido desarrolladas por la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de trasparencia y protección del cliente de servicios financieros[13], que dedica el capítulo II del título III a las normas relativas a los créditos y préstamos hipotecarios[14]. Esta orden sistematiza y actualiza, atendiendo a las previsiones recogidas en la propuesta de Directiva de la Comisión Europea, sobre los contratos de crédito para bienes inmuebles de uso residencial, de 31 de marzo de 2011, la normativa anterior, recogida en la Orden de 12 de diciembre de 5 de mayo de 1994, sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios.

El nuevo marco legal incide en la educación financiera, obligando a las entidades a poner a disposición de los clientes la «Guía de acceso al préstamo hipotecario» que debe elaborar el Banco de España, con información adecuada para adoptar la decisión de contratar o el préstamo hipotecario. Además, existen formatos de fichas informativas que deben entregarse a los clientes con información general y personalizada. Se mantiene el derecho del cliente a obtener una oferta vinculante y se regula, como novedad, la información mínima a suministrar en caso de que la oferta del banco incluya productos de cobertura o cláusulas suelo. En el acto de otorgamiento de la escritura de préstamo hipotecario mantiene la función del Notario como asesor técnico del cliente, quien debe comprobar que el cliente ha recibido la información preceptiva y le advertirá de los principales riesgos que asume en la operación.

La comercialización de préstamos hipotecarios también se ve afectada por la Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad, si bien esta Ley no regula de forma específica el mercado financiero. En el ámbito bancario se aplica la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, desarrollada por la Circular 6/2010, de 28 de septiembre, del Banco de España, a entidades de crédito y entidades de pago, sobre publicidad de los servicios y productos bancarios, donde se recogen unos principios generales aplicables a toda la publicidad financiera.

B) Privilegios bancarios y protección del cliente

La relación banca-cliente se ve afectada por una serie de privilegios que benefician a las entidades bancarias y que contribuyen a delimitar los derechos de los clientes.

---

(13) Con entrada en vigor a los seis meses de su publicación en el BOE, que ha tenido lugar el 29 de octubre de 2011.

(14) Con entrada en vigor a los nueve meses de su publicación en el BOE, salvo lo relativo a la sección tercera, sobre los tipos de interés, que entrará en vigor a los seis meses de su publicación en el BOE.

Las entidades bancarias gozan de la reserva legal del ejercicio de la actividad bancaria, disfrutan en este sentido de un monopolio para el ejercicio de su actividad. Solo ellas pueden abrir cuentas corrientes, creando medios de pago (dinero bancario). Además, pueden llevar cuentas de valores con capacidad de certificar la propiedad de las posiciones de los clientes como auténticos registradores de la propiedad mobiliaria. Y pueden determinar unilateralmente, cumpliendo los requisitos de los arts. 572 y 573 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, la suma que debe el cliente a efectos de considerarla cantidad líquida en un procedimiento de ejecución. Es el denominado «pacto de liquidez», pacto predispuesto por la banca en sus pólizas de crédito válido según la sentencia del Tribunal Supremo de 16 de diciembre de 2009, para acreditar uno de los requisitos procesales del despacho de ejecución, cual es la liquidez o determinación de la deuda, y, por consiguiente, para poder formular la reclamación judicial de esta. Pacto que supone una desigualdad razonable y proporcionada, que no resulta contraria al art. 14 de la Constitución Española, pues: «Se justifica por la imperiosa necesidad de que las entidades de crédito mantengan la confianza del público y una solvencia acreditada que es esencial en la intermediación financiera, en la que los incumplimientos de los deudores típicos tienen mucha mayor importancia que para otro tipo de empresas»[(15)].

En caso de dificultad pueden acudir al Banco Central Europeo, que actúa como prestamista de última instancia, y la Administración le proporciona, en casos de crisis sistémicas como la actual, facilidades y ayudas no tipificadas legalmente.

Todos estos privilegios de la banca delimitan derechos constitucionales como el derecho a la igualdad y el derecho a la libertad de empresa, y afectan a principios de nuestro ordenamiento jurídico como la responsabilidad universal por deudas. Son privilegios que se admiten de forma pacífica por la peculiar naturaleza de la actividad bancaria, que se sustenta en la confianza del público, y en su importancia para la economía en su conjunto, por ser el principal mecanismo de canalización del ahorro hacia la inversión productiva.

Pero primero de todo, como base sobre la que se asienta el sistema financiero, es imprescindible proteger al cliente, asegurando la correcta prestación de los servicios financieros. En relación con el servicio de crédito y en particular, el de hipotecas, la banca debe prestar en interés del cliente un servicio de crédito responsable. El marco legal preserva una concesión responsable de crédito y unas relaciones equitativas entre los bancos y su clientela.

Los criterios para interpretar las normas de conducta en protección del cliente los debe fijar el Banco de España, directamente o a través de su Servicio de reclamaciones. En este sentido, el Defensor del Pueblo ha requerido con frecuencia al Banco de España para que clarifique su posición en aspectos esenciales de la regulación financiera con resultados dispares. Se interesó en su día por la pasividad del Banco de España en relación con el nombramiento del Comisionado para la protección del cliente bancario o sobre el seguimiento de las resoluciones del Servicio de Reclamaciones favorables a los clientes. Y en materia hipotecaria, se ha interesado por los vaivenes del Banco de España en materia de swaps, sobre su posición en materia de cláusulas suelo y sobre las malas prácticas en relación con los seguros de crédito.

---

(15) STC 14/1992, de 10 de febrero.

El Banco de España es una institución clave en la protección del cliente bancario, imprescindible para asegurar el buen funcionamiento del sistema bancario. Sin embargo, su posición en todos estos temas dista mucho de ser neutral. Se suele inclinar hacia la entidad bancaria con la justificación de que debe primar la solvencia de las entidades sobre la protección de la clientela. Contrapone estos objetivos, cuando son complementarios. Con el desequilibrio en las relaciones banca-cliente nace la desconfianza ante el sistema bancario y con desconfianza el negocio bancario no puede funcionar. Luego no puede haber estabilidad bancaria sin la adecuada protección al cliente.

II. PREMISAS PARA LA REGULACIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO A LA LUZ DEL DERECHO CONSTITUCIONAL A UNA VIVIENDA DIGNA Y ADECUADA

1. Derecho a una vivienda digna

La vivienda, además de un activo que puede ser movilizado en el mercado del crédito, es el objeto de un derecho. La Constitución española proclama, como principio rector de la política social y económica, el derecho a una vivienda digna y adecuada. Según dice el art. 47 de la Constitución: *«Todos los españoles tienen derecho a disfrutar de una vivienda digna y adecuada. Los poderes públicos promoverán las condiciones necesarias y establecerán las normas pertinentes para hacer efectivo este derecho, regulando la utilización del suelo de acuerdo con el interés general para impedir la especulación»*[16]. Es un derecho social imprescindible para desarrollar otros derechos constitucionales, como el derecho al libre desarrollo de la personalidad (art. 10.1 CE), el derecho a la intimidad (art. 18 CE) y, en suma, el derecho a la libertad (art. 16 CE)[17]. Esta conexión entre el derecho a la vivienda y otros derechos sociales hace que su carácter «digno y adecuado» deba definirse a partir de su relación con el resto de derechos tutelados por el ordenamiento y con las diferentes declaraciones y convenios sobre derechos humanos[18]. Es un derecho que se

(16) Sobre el artículo 47 CE puede verse: M. BASSOLS COMA, «Derecho a la vivienda: artículo 47», en Ó. ÁLZAGA VILLAMIL (dir.), *Comentarios a la Constitución española de 1978*, tomo IV, Cortes Generales: Madrid, 1996; J. M. MUÑOZ CASTILLO, *El derecho a una vivienda digna y adecuada. Eficacia y ordenación administrativa*, Madrid, 2000; A. JIMÉNEZ BLANCO, «El derecho a una vivienda digna y adecuada», en J.L. MONEREO (coord.) *et al.*, *Comentarios a la Constitución social y económica de España*, Granada, 2002, p. 1711-1726; y P. GARRIDO, «El derecho a una vivienda digna y adecuada», en J. TAJADURA (dir.), *Los principios rectores de la política social y económica*, Madrid, 2004, p. 369 y ss.; y la sentencia del Tribunal Constitucional 61/1997, de 20 de marzo.

(17) «El derecho a una vivienda tiene una vertiente de salvaguarda funcional de la libertad, puesto que la posesión y disfrute de una vivienda permite al ciudadano el disfrute de derechos fundamentales de libertad como la intimidad personal y familiar o la inviolabilidad de domicilio» (Ricardo GARCÍA MACHO: «Los derechos fundamentales sociales y el derecho a una vivienda como derechos funcionales de libertad», *Revista catalana de dret públic*, núm. 38, 2009, p. 86). El derecho a la vivienda también puede conectarse con los derechos a la integridad física y moral (art. 15 CE), a la libertad de residencia (art. 19 CE) y a la participación en los asuntos públicos (véase Gerardo PISARELLO, «El derecho a la vivienda como derecho social: implicaciones constitucionales», *Revista catalana de dret públic*, núm. 38, 2009).

(18) Ricardo GARCÍA MACHO: «Los derechos fundamentales sociales y el derecho a una vivienda como derechos funcionales de libertad», *Revista catalana de dret públic*, núm. 38, 2009, pp. 67-96.

configura a través de las más diversas perspectivas jurídicas (civil, hipotecaria, urbanística, financiera, fiscal, etc.)[19].

En el ámbito internacional, el derecho a la vivienda viene recogido en el art. 25 de la Declaración Universal de Derechos Humanos (DUDH) de 1948 y en el art. 11 del Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales (PIDESC), como parte del derecho a un nivel de vida adecuado. Conviene aclarar que, al igual que ocurre en Derecho español, el derecho a la vivienda, como está definido en las convenciones internacionales, no implica el derecho universal a ser propietario.

El peso decisivo otorgado por la Unión Europea a las libertades de mercado en relación con los derechos sociales se refleja en la forma en que aborda la cuestión la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea (CDFUE) del año 2000. La citada Carta no consagra el derecho a una vivienda digna y adecuada, sino «una ayuda a la vivienda para garantizar una existencia digna a toda persona que no disponga de recursos suficientes», cuyo alcance queda sujeto a «las modalidades establecidas por el derecho comunitario y las legislaciones y prácticas nacionales» (art. 34.3).

En el ordenamiento español es un derecho social que, según los límites a su exigibilidad establecidos por el art. 53.3 de la CE, sólo puede ser alegado ante la Jurisdicción ordinaria de acuerdo con lo que dispongan las leyes que los desarrollen. Y las leyes que desarrollan este precepto no reconocen el derecho a exigir a la Administración una vivienda digna y adecuada[20].

La regulación del mercado hipotecario debe respetar el derecho a una vivienda digna y al ejercicio de los derechos constitucionales vinculados. La protección de estos derechos debe ser tenida en cuenta al interpretar las normas sobre concesión y ejecución de las hipotecas.

2. Mercado hipotecario y sobreendeudamiento de las familias

A) Datos y actitudes

Según reflejan los boletines económicos del Banco de España, el endeudamiento de las familias en relación con la renta disponible ha sido creciente hasta la crisis de 2008[21]. En diez años, el endeudamiento de las familias pasó de significar la mitad de la renta disponible a superar la renta disponible. En estos momentos, las deudas pendientes de los hogares españoles suponen un 105% de la renta bruta del hogar endeudado mediano. Dichos pasivos se concentran en la mitad de la población, siendo los hogares más jóvenes los que dedican un porcentaje mayor de su renta (26%) al pago de sus deudas. Del endeudamiento

(19) Véase Gerardo José RUIZ-RICO RUIZ: «La vivienda como derecho social y materia competencial en los nuevos estatutos de autonomía», en *Dret a l'habitatge i servei públic d'allotjament catalá?: el desplegament de la Llei del dret a l'habitatge de Catalunya i els problemes de constitucionalitat de determinades actuacions estatals*, coord. por Juli PONCE SOLÉ, 2009, p. 81.

(20) Por el contrario, en Francia sí se reconoce el derecho a una vivienda, y puede plantearse un recurso ante los tribunales de lo contencioso, una vez denegado el recurso administrativo (art. 1 Ley núm. 2007/290, de 5 de marzo).

(21) Véase Boletín Económico del Banco de España, octubre 2011, de donde tomamos los datos.

de las familias, el 90% procede de la financiación de inversiones en activos inmobiliarios, es decir, de las hipotecas. Lo cual le hace destacar al Banco de España, en relación con lo que ocurre en otros países, «la considerable dependencia de las familias de nuestro país de la evolución de los precios de los activos inmobiliarios»[22].

Las familias, dada su deuda hipotecaria, son especialmente vulnerables a la bajada de los precios de las viviendas. Con estas bajadas de precios ven reducido el valor de su garantía y quedan al descubierto. Pueden perder la vivienda y seguir debiendo dinero al banco.

Durante todo este periodo el Banco de España, observó el problema sin darle mayor importancia. Desde 2001 era consciente del problema del sobreendeudamiento de los consumidores. Según Fernando RESTOY, entonces Jefe de Estudios y Monetarios y Financieros del Banco de España: *«No es difícil ver que, en el caso español, se ha producido, en los últimos años, una confluencia de efectos que ha tendido a alentar el crecimiento del endeudamiento de las familias, a partir de los factores de demanda y oferta señalados»*[23]. Y en 2004 advertía Fernando RESTOY, en este caso junto a José Luis MALO DE MOLINA, que *«La ratio de endeudamiento de los hogares en proporción a su renta bruta disponible ha aumentado desde niveles del 45% a principios de los noventa hasta alcanzar el 90% con los últimos datos disponibles. Con esta duplicación, los hogares españoles, que partían de un grado de endeudamiento muy inferior al de la media de los países de la UEM, la han alcanzado y sobrepasado en muy breve espacio de tiempo»*[24]. Y añadían: *«Además, el aumento del precio de los inmuebles tiende a realimentar el ciclo alcista al generar efectos riqueza positivos sobre el consumo e incrementar la predisposición al endeudamiento de las familias al ampliar el valor del colateral disponible»*[25]. A su vez, en el año 2006, José Luis MALO DE MOLINA, a a pesar de reconocer que «las familias han continuado aumentando su endeudamiento, vinculado principalmente a la adquisición de vivienda» y que el «ratio de endeudamiento sigue aumentando», concluía su artículo de forma tranquilizadora al considerar que la situación patrimonial era saneada[26]. Las advertencias del Banco de España tuvieron que esperar al año 2008 y se limitaron al riesgo de sobreendeudamiento por el uso excesivo de las tarjetas de crédito[27].

A su vez, desde la Asociación Hipotecaria Española se incentivó el endeudamiento familiar a través de las hipotecas, que no sólo se debían destinar a la adquisición de vivienda, pues, en su opinión, *«En las economías modernas ya no se puede sostener que la vivienda sea exclusivamente un simple inmovilizado en el balance patrimonial de los hogares. Al contrario, cada vez más es un valor que, sin perder su finalidad de uso*

---

(22) *Ibidem*, p. 132.

(23) Fernando RESTOY, «El endeudamiento de las familias en España», *Banco de España, Boletín Económico*, diciembre 2001, p. 49.

(24) José Luis MALO DE MOLINA y Fernando RESTOY, *Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas*, Banco de España, Documento Ocasional núm. 0402, Madrid, 2004, p. 12.

(25) *Ibidem*, p. 26.

(26) BANCO DE ESPAÑA, Documento Ocasional núm. 0505, 2005, p. 33.

(27) *«En todo caso, es necesario que el cliente sea perfectamente advertido de las condiciones económicas de la utilización de la tarjeta, en especial en las de pago aplazado, para evitar situaciones de consumo irresponsable y sobreendeudamiento»* (BANCO DE ESPAÑA, *Memoria del Servicio de Reclamaciones*, 2008, p. 229).

habitacional, se puede movilizar con un coste razonable para atender otras necesidades financieras»[28].

B) Culpa y responsabilidad

Está muy extendida la opinión de que el problema del sobreendeudamiento familiar con las consecuencias catastróficas que está teniendo es una responsabilidad compartida entre clientes y entidades de crédito. Según estas opiniones, la banca ha podido tener parte de responsabilidad, facilitando el crédito, pero el principal responsable es el cliente que toma la decisión de adquirir una vivienda por encima de sus posibilidades. Es un planteamiento que pone en un mismo plano al consumidor usuario del préstamo hipotecario y al profesional del mercado hipotecario. Quien conoce el mercado y sus riesgos es el profesional. El crédito hipotecario constituye la principal fuente de ganancias de la banca española. Es la banca quien diseña los productos y los comercializa a través de campañas publicitarias. Es la banca quien predispone el contenido de las escrituras hipotecarias. Es la banca quien debe evaluar la capacidad de endeudamiento del cliente y abstenerse de ofrecer préstamos por encima de la capacidad de reembolso. Las normas prudenciales y las buenas prácticas bancarias imponen estas conductas, ahora reforzadas por las previsiones sobre crédito responsable de la Ley de Economía Sostenible. La responsabilidad de haber concedido crédito por encima de los límites que marca la prudencia bancaria es del profesional. No se puede poner en un mismo plano la responsabilidad del banco en la concesión imprudente de créditos y la del cliente por solicitarlos por encima de sus posibilidades. Las normas de conducta bancarias protegen al cliente incluso contra sus propias decisiones. Es el banco quien debe medir la capacidad de reembolso del cliente y abstenerse de dar créditos que rebasen las normas prudenciales. Por lo demás, hay que tener en cuenta que el objetivo del cliente es tener una vivienda en propiedad y el del banco realizar un negocio de crédito que en sí mismo constituye un activo que alimenta la máquina de titulizar.

C) Tratamiento legal del sobreendeudamiento

No existe en España un tratamiento legal del sobreendeudamiento de los consumidores. Tan solo han existido diversas propuestas y actuaciones puntuales de carácter preventivo. Ya en 1999 el Consejo Económico y Social abogaba por la implantación de un sistema para solucionar los problemas de sobreendeudamiento de los consumidores de buena fe. Problema puesto de relieve por la mejor doctrina[29]. Desde la oposición los partidos políticos han presentado iniciativas para la regulación del sobreendeudamiento[30], descartadas

(28) AHE, «¿Es sostenible un crecimiento anual del crédito hipotecario a tasas del 20%?», 27 de noviembre de 2003, disponible en: <http://www.ahe.es/bocms/images/bfilecontent/2006/04/25/48.pdf?version=2>.

(29) Según Ángel TRUJILLO: «El incremento del nivel de endeudamiento de las familias en los últimos años, aconseja desarrollar un política de prevención y curación del sobreendeudamiento de los consumidores, cuando menos para aquellos casos en los que la crisis financiera de la economía familiar trae origen en contingencias referidas a riesgos de la vida (fallecimiento, enfermedad, desempleo, invalidez, etc.) que colocan al consumidor ante la imposibilidad de hacer frente al conjunto de su obligaciones de pago (sobreendeudamiento pasivo)», en *El sobreendeudamiento de los consumidores*, Granada, 2003, p. 149.

(30) Así la Proposición de Ley 122/000295, relativa a la prevención y el tratamiento del sobreendeudamiento de los consumidores, presentada por el Grupo Parlamentario Socialista, de 6 de mayo de 2003, en cuya exposición

por innecesarias o poco urgentes. Una vez en el Gobierno, no han vuelto a reiterarlas. Ante las elecciones generales del 20 de noviembre de 2011, renacen las propuestas de nuevas leyes con propuestas de protección de las familias en riesgo de exclusión social.

La situación española de olvido del tratamiento de las crisis de las economías familiares es algo insólito en Derecho comparado. Hay dos modelos al respecto: 1) El francés, de carácter extrajudicial y preventivo, y 2) el alemán, que opta por un tratamiento concursal. La finalidad del procedimiento francés no es la satisfacción de los acreedores sino la superación de la situación de sobreendeudamiento en la que se encuentra el consumidor de buena fe. En Alemania se ofrece a las personas físicas honradas la posibilidad de iniciar una nueva vida tras atravesar una complicada situación económica(31).

III. ESTUDIO DE LAS PRINCIPALES IMPLICACIONES DEL SISTEMA DE RESPONSABILIDAD PERSONAL EN EL ÁMBITO HIPOTECARIO, ASÍ COMO DE LAS ALTERNATIVAS DE RESPONSABILIDAD MERAMENTE REAL (DACIÓN EN PAGO O SEMEJANTES)

1. Responsabilidad universal y mercado hipotecario

El Código civil consagra en su art. 1911 el principio de la responsabilidad patrimonial universal del deudor que conlleva la garantía para el acreedor de poder satisfacerse en forma forzosa sobre sus bienes actuales y que pueda adquirir en el futuro(32). Este artículo se ve completado con los arts. 1156 y 1157 de este mismo Código civil, que declaran la

---

de motivos se dice: *«El acceso al crédito se ha visto facilitado tanto por la ausencia de una normativa protectora específica de los consumidores, como por la práctica ausencia de control respecto a las operaciones financieras realizadas. A estas circunstancias se le han de añadir las agresivas campañas publicitarias de las entidades e instituciones financieras, ofreciendo operaciones de crédito al consumo como un recurso fácil, con la finalidad de captar clientes con dispar poder adquisitivo y explotar económicamente este sector del mercado»*. Y sigue diciendo: *«Este fenómeno no está contemplado en nuestro ordenamiento. Es decir, no existen mecanismos jurídicos concretos de prevención y de protección de los consumidores ante situaciones de sobreendeudamiento sobrevenido. Teniendo en cuenta la creciente incidencia de este fenómeno en nuestra sociedad, se hace necesario el establecimiento de una legislación específica que contemple dos aspectos fundamentales: un sistema de prevención del sobreendeudamiento y, en caso de que éste se haya producido, un sistema de protección extrajudicial y judicial de los consumidores que, mediante un determinado procedimiento facilite, conciliando los intereses del consumidor y del acreedor, el pago ordenado de las deudas pendientes en determinados casos de sobreendeudamiento sobrevenido, evite las situaciones de exclusión social y permita reconducir la situación personal y familiar en el futuro»*. Según esta proposición se crearían «Centros de Arbitraje de Sobreendeudamiento» cuyas funciones serían desempeñadas por la Juntas Arbitrales Autonómicas. La función de estos Centros sería la mediación de deudas entre un consumidor sobreendeudado y sus respectivos acreedores mediante la elaboración de un plan de saneamiento económico y la emisión, en su caso, del correspondiente laudo. Proposición que seguía el modelo francés de prevención del sobreendeudamiento, cuya adopción habría tenido en opinión de Juana PULGAR EZQUERRA efectos perversos, como un encarecimiento del crédito (en «Concurso y consumidores en el marco del estado social del bienestar», *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 9, 2008, p. 54).

(31) Véase una exposición del Derecho comparado en Ana CAÑIZARES LASO: «Efectos del cumplimiento de las obligaciones contractuales por el comprador en el contrato de compraventa. Mecanismos de protección del comprador. Especial referencia al art. 1504 CC y a la moratoria del pago de los RD 1975/2008 y 97/2009», *Cuadernos de Derecho Judicial*, 2009.

(32) Antonio GULLÓN BALLESTEROS, «Art. 1911», en *Comentario del Código Civil*, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, tomo II, p. 2055.

extinción de las obligaciones por el pago o cumplimiento de la prestación. A su vez, el art. 570 de la LEC señala: *«La ejecución forzosa terminará con la completa satisfacción del acreedor ejecutante»*. Del juego de estos preceptos se infiere que el deudor hipotecario que incumple la satisfacción íntegra de sus obligaciones puede quedar excluido del acceso al crédito al ser incluido en los ficheros de morosos y convertido en deudor perpetuo.

El sistema actual favorece la exclusión social del deudor persona física. La vivienda habitual no es, por ende, un bien inembargable, y está sujeta a las normas generales sobre responsabilidad patrimonial (1911 Cc). Para Matilde CUENA CASAS[33], excluir a la vivienda habitual de la agresión de los acreedores bloquearía la posibilidad de los cónyuges de obtener crédito, pues aunque la vivienda sea considerada un bien de primera necesidad, también constituye normalmente el único valor patrimonial importante de la pareja. Luego en su opinión la protección a la vivienda habitual debe encontrar su límite en la salvaguarda de la capacidad de crédito familiar. Reconociendo que la Ley concursal se funda en el principio fundamental de la satisfacción de los acreedores, se cuestiona si debe atenderse a otros principios dignos de tutela, vigentes en nuestro sistema jurídico general, como el derecho a una vivienda digna. Según esta autora, *«es preciso cohonestar los intereses del sistema financiero con los de las familias que, en ocasiones, se han visto en la tesitura de generarse un sobreendeudamiento hipotecario por consecuencia de las reglas de un mercado inmobiliario altamente especulativo y, también por consecuencia de determinadas actuaciones irresponsables de las entidades financieras, tal y como se está poniendo de relieve en la actualidad. Y es que el objetivo del proceso concursal, que es la satisfacción de los intereses de los acreedores, debiera compatibilizarse con el de evitar la exclusión social del deudor, objetivo presente en legislaciones de nuestro entorno que dotan a la insolvencia del consumidor de un estatuto especial»*.

A su vez Manuel CASTILLA propone redefinir la responsabilidad hipotecaria, haciendo soportar a las entidades de crédito parte de los riesgos de la inflación irracional del mercado inmobiliario asumiendo los fallos del sistema hipotecario[34].

El art. 1911 del Código civil es un precepto que admite excepciones. El art. 140 de la Ley Hipotecaria permite pactar en la escritura de constitución de la hipoteca que la obligación garantizada se haga solamente efectiva sobre los bienes hipotecados[35]. Esta limitación también puede derivar del convenio concursal. Y según Antonio GULLÓN *«no sería lógico y coherente permitir a un acreedor hipotecario o a los acreedores del concur-*

---

(33) Véase Matilde CUENA CASAS: «Algunas deficiencias de la ley concursal ante la insolvencia de la persona física», disponible en <http://eprints.ucm.es>.

(34) Véase Manuel CASTILLA CUBILLAS: «La responsabilidad patrimonial limitada en los préstamos hipotecarios como instrumento de modulación de los precios inmobiliarios», *Actualidad Civil*, núm. 12, tomo 1, Editorial La Ley, Quincena del 16 al 30 de junio de 2011, p. 1355.

(35) Según dice el art. 140 de la Ley Hipotecaria, puede «válidamente pactarse en la escritura de constitución de la hipoteca voluntaria que la obligación garantizada se haga solamente efectiva sobre los bienes hipotecados». Es el poder de mercado, con control de la oferta y la confianza de los clientes en las entidades, lo que determina que prácticamente todos los préstamos hipotecarios se concedan con responsabilidad universal. Manuel CASTILLA menciona el precedente Cuba sobre la responsabilidad limitada en el crédito hipotecario, figura que «fue implantada en la legislación cubana durante la Gran Depresión, como parte de un conjunto de medidas de protección de los deudores hipotecarios, que, en un contexto de deflación del mercado inmobiliario, llegaron a ser objeto incluso de una ordenación de rango constitucional» (*ibidem*).

sado limitar el art. 1911 y no a cualquier otro deudor»[36]. Es decir que, según este autor, la responsabilidad universal es un principio disponible en cualquier caso por las partes. De tal modo que deudor y acreedor pueden pactar libremente el régimen de la responsabilidad contractual de conformidad con el art. 1255 del Código civil.

2. La dación en pago y sus alternativas

Los clientes prestatarios responden de su préstamo hipotecario con todo su patrimonio. No pueden liberarse de su deuda mediante la dación en pago del inmueble.

La dación de la vivienda en pago de la totalidad de la deuda podría articularse como contenido del convenio concursal entre deudor y acreedores[37]. Sería una medida legal tutelada por la autoridad judicial. Pero esta solución es inviable para los deudores consumidores.

Algunas sentencias fuerzan con débiles argumentaciones el contenido de los preceptos legales con el fin de adquirir la liberación del deudor con la entrega de la vivienda. Así, la sentencia de la Audiencia Provincial de Navarra de 17 de diciembre de 2010 realiza un juicio de equidad, considerando a la banca, con sus malas prácticas, causante de la crisis, asignando sin motivo al inmueble el valor de la tasación inicial[38]. Estas sentencias pro-consumidor alegando razones éticas y de equidad no contribuyen a la solución del problema[39]. Hay que buscar soluciones con resultados prácticos equivalentes a la dación en pago, sin necesidad de realizar cambios legales, por ejemplo, la crisis como acontecimiento imprevisible que afecta a la responsabilidad del deudor hipotecario o el sistema de la ley hipotecaria que no permite mantener préstamos hipotecarios con garantías devaluadas, obligando a la entidad acreedora a requerir un complemento de la garantía (llamada al margen).

A) Crisis y responsabilidad

La crisis económica es un acontecimiento imprevisible y fuera del control de los deudores hipotecarios. Han suscrito contratos en unas circunstancias que no son las actuales. Desde esta perspectiva podemos examinar su responsabilidad contractual.

El ejercicio de la responsabilidad contractual por parte del acreedor requiere que el incumplimiento haya causado daño al deudor y que sea imputable al deudor. Según Fernando PANTALEÓN, la culpa, en un sentido amplio, incluyendo la negligencia, es el único crite-

---

(36) *Ibidem*.

(37) ÁLVAREZ VEGA, *cit.*, p. 543.

(38) Esta sentencia considera que, ante la falta de pujas en la subasta, se debe mantener como valor del inmueble el de la tasación original realizada al conceder el crédito, criterio también utilizado por el Auto del JPI núm. 44 de Barcelona de 4 de febrero de 2011.

(39) En este sentido también resultarían rechazables los argumentos éticos y morales del AJM núm. 3 de Barcelona de 26 de octubre de 2010. Cuestión distinta es que se plantee cuestión de constitucionalidad sobre el procedimiento de ejecución hipotecaria, y en particular frente al art. 698 de la LEC, por considerar que resulta insuficiente para garantizar los derechos constitucionales del deudor, como ha planteado la SJPI núm. 2 de Sabadell de 30 de septiembre de 2010, citada por NASARRE, *cit*., p. 47.

rio de imputación de incumplimiento al deudor. Según el art. 1.105 del Código civil, habrá casó fortuito, y el deudor no tendrá que responder, cuando la circunstancia que genere la falta de cumplimiento haya sido imprevisible e inevitable empleando la diligencia exigible. Para aplicar este artículo, y que el deudor quede exonerado de responsabilidad contractual, según PANTALEÓN, deben concurrir cuatro requisitos:

(i) La falta de cumplimiento debe haber sido provocada por un impedimento ajeno al ámbito de control del deudor.

En nuestro caso, de deudores consumidores de buena fe, la imposibilidad de hacer frente al pago de las cuotas hipotecarias ha sido provocada por la crisis económica, con la consiguiente pérdida de ingresos, impedimento ajeno al ámbito de control del deudor.

(ii) Ha de tratarse de un suceso cuyo acaecimiento durante la vida de la relación contractual no fuera razonablemente previsible al tiempo de contratar.

La crisis económica era un acontecimiento imprevisible en el momento de contratar. O al menos así lo admiten la banca y las autoridades económicas y financieras[(40)].

(iii) Y debe tratarse de un suceso cuyo acaecimiento durante la vida de la relación contractual no fuera razonablemente previsible al tiempo de contratar.

Al tiempo de contratar el principal argumento utilizado por la banca para comercializar los préstamos hipotecarios era que «los pisos nunca bajan de precio». Desde luego, lo que no se contemplaba por las entidades de crédito era una crisis económica con desplome de los precios de los inmuebles, criterio no discutido por los expertos y asumido de forma pacífica por la clientela.

(iv) Y debe tratarse de un impedimento inevitable, en sí y en sus consecuencias, empleando la diligencia que correspondería al buen padre de familia.

No puede hacerse recaer sobre los clientes que aceptaron las ofertas de préstamos hipotecarios de las entidades bancarias el deber de haber prevenido las consecuencias de la crisis sobre sus hipotecas. La diligencia que no se exige al profesional no puede exigírsele al consumidor. La banca podía haber prevenido la crisis y haber limitado el crédito hipotecario y no lo hizo. Todo lo contrario, forzó la máquina de concesión de créditos, alargando el plazo de las hipotecas, favoreciendo a través de su vinculación las tasaciones imprudentes, dando créditos por encima del 80% de la tasación y con otras prácticas incorrectas.

De todo lo anterior, podríamos concluir que la crisis es un supuesto de caso fortuito, que podía haber sido evitado por el profesional del crédito, aunque la industria bancaria lo niega, pero que en cualquier caso puede ser una causa de exoneración de la responsabilidad del deudor consumidor de buena fe por caso fortuito.

Podríamos atribuir a la responsabilidad por hecho propio la decisión de compra del inmueble con un préstamo bancario, la conducta dolosa, si no fuera porque al tiempo de la

(40) Así lo alega la banca ante las reclamaciones de los clientes en casos de colocación de swaps o productos Lehman o islandeses, acompañando dictámenes periciales de empresas auditoras y de expertos financieros. Tanto las autoridades europeas (CESR), como las nacionales (Banco de España y CNMV), han reconocido la imprevisibilidad de la crisis.

compra el cliente era incapaz de entender e ignoraba los riesgos asociados a su decisión. Son los Notarios quienes, atendiendo al Reglamento Notarial y a la Orden de transparencia de los créditos hipotecarios de 5 de mayo de 1994, han debido informar al cliente del contenido y de los riesgos de estas operaciones. No se trata de una mera lectura en voz alta de la escritura, el Notario debía explicar de forma clara y comprensible para el cliente las cláusulas hipotecarias predispuestas por los bancos. Pero son cláusulas complejas, de contenido técnico-financiero, de imposible comprensión por personas no expertas en las complejidades financieras. Los Notarios son expertos en Derecho con conocimientos mercantiles, pero esta formación mercantil no les convierte en especialistas en finanzas(41). Careciendo de esa formación difícilmente han podido informar de forma comprensible adaptada al perfil del cliente sobre los riesgos de cada una de las cláusulas hipotecarias.

El supuesto de caso fortuito para el deudor consumidor de buena fe lo liberaría de su responsabilidad según el Código civil. Sin embargo, para evitar un enriquecimiento injusto hay que considerar que para liberarse de la deuda debe entregar la vivienda a su acreedor.

B) Llamada al margen

La banca debía haber limitado la concesión de préstamos hipotecarios a un porcentaje del valor del inmueble. Nunca se han debido conceder préstamos hipotecarios por encima del 80% del valor de tasación del inmueble. Razones de solvencia de la propia entidad, como la defensa de la estabilidad del sistema financiero, lo justifican, pero es también una medida legal, la principal, de defensa del cliente, para evitar el sobreendeudamiento. El sistema legal está pensando en una garantía suficiente para asegurar, en caso de impago y ejecución de la garantía con venta o adjudicación del inmueble, el reembolso del crédito.

Para completar el sistema en caso de que el valor del inmueble caiga por debajo del préstamo, el acreedor está facultado para pedir un complemento de garantías, y de no aportarse, para pedir la cancelación anticipada del préstamo. Según dice el art. 5 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, si por razones de mercado el valor bien hipotecado *«desciende por debajo de la tasación inicial en más de un veinte por ciento, la institución financiera podrá exigir la ampliación de la hipoteca a otros bienes, a menos que el deudor opte por la devolución de la totalidad del préstamo o de la parte de éste que exceda del importe resultante de aplicar a la tasación actual el porcentaje utilizado para determinar inicialmente la cuantía del mismo»*(42).

Este artículo plantea el tema de la llamada al margen (*margin call*): es una potestad que la banca no ha ejercitado en daño de la solvencia del sistema y de los deudores. Si al caer el precio en un 20% los bancos hubieran llamado al margen, con aviso al cliente de la posible cancelación anticipada del préstamo en caso de no aportarse la garantía, el cliente siempre habría podido reconsiderar la operación en un momento en el que el inmueble mantenía un valor del 80% de la tasación inicial.

---

(41) Ni siquiera los notarios procedentes del cuerpo de Corredores de Comercio tienen la formación suficiente para conocer la esencia y los verdaderos riesgos de muchas de las cláusulas contenidas en las escrituras hipotecarias. Saben matemáticas financieras, pero poder hacer cálculos financieros no equivale a comprender el alcance de una cláusula suelo o de un swap y el riesgo de desequilibrio contractual.

(42) Precepto en la actualidad desarrollado por el art. 9 del Real Decreto 716/2009, de 24 de abril.

Se trata de una potestad del banco acreedor que al mismo tiempo es un deber profesional. Razones de solvencia de la entidad acreedora y del conjunto del sistema financiero aconsejan pedir ese complemento de garantía o, ante la falta de la aportación de nuevas garantías, optar por la cancelación del préstamo, con ejecución en su caso del inmueble. Esta llamada al margen también es una medida en protección del cliente que tiene derecho a recibir un aviso del banco sobre la pérdida de valor del inmueble.

De haber cumplido con este deber profesional los clientes habrían conocido el deterioro de la garantía en el preciso momento en el que la dación en pago todavía cubría el importe del préstamo. Los bancos han ignorado este deber y no han avisado a los clientes de la pérdida de valor de sus inmuebles, ni han requerido la aportación de nuevas garantías, en contra de las más elementales reglas prudenciales. Al actuar de este modo, los clientes han perdido la oportunidad de reaccionar a la pérdida de valor de sus inmuebles, entregando el inmueble para saldar su deuda.

La depreciación posterior de los inmuebles hace ya inviable la dación en pago, pues, conforme el principio de responsabilidad universal, aun con la entrega del inmueble el cliente mantendría la deuda por la parte no cubierta por el valor de adjudicación (en este momento del 60%).

Esta omisión del deber del banco de avisar de la pérdida del valor del inmueble por debajo del préstamo, con el consiguiente requerimiento de complemento de garantías, responde al interés del banco de no reflejar en su contabilidad esta circunstancia. De haber cumplido con la obligación de llamar al margen, el valor real de los inmuebles hipotecados se habría visto reflejado en sus cuentas con el consiguiente impacto sobre su solvencia. En ese conflicto de interés los bancos acreedores optaron por la omisión de sus deberes profesionales, sacrificando el interés del cliente en conocer el valor real del inmueble hipotecado, en un momento en que todavía su valor alcanzaba al del préstamo concedido.

La entidad acreedora debía haber tasado el inmueble en el momento en el que su precio de mercado hubiera descendido un 20% sobre el de la tasación inicial. Esta tasación debió haber sido comunicada al cliente, al tiempo que por razones de solvencia el banco acreedor debería haber solicitado al cliente la ampliación de garantías o el reembolso anticipado del crédito. La omisión de este deber profesional ha privado al cliente de la oportunidad de haber iniciado una ejecución hipotecaria que concluyera ante la falta de postor con la asignación del inmueble al valor de la tasación realizada, es decir, con un 20% de descenso sobre la original. El Banco incumplidor no puede favorecerse de su negligencia, de tal modo que, tras una subasta desierta, el valor de adjudicación nunca debe ser inferior al 80% de la tasación inicial.

Esta argumentación se ajusta al sistema de la ley hipotecaria y resuelve el problema de la mayor parte de los hipotecados, sin necesidad de acudir a la defensa de la dación en pago con argumentos que fuerzan las bases de nuestro Derecho contractual.

IV. PROPUESTAS PARA MEJORAR EL EQUILIBRIO DE LAS RELACIONES BANCO-CLIENTES EN EL ÁMBITO DE LA HIPOTECA PARA VIVIENDA HABITUAL

1. Introducción

Ante la grave situación en que se encuentran muchas familias sobreendeudadas, que no pueden hacer frente al pago de sus cuotas hipotecarias con riesgo de exclusión social por la pérdida de su vivienda, conviene que nos preguntemos por las soluciones de este problema. Hay coincidencia en la necesidad de reforzar la protección al hipotecado para evitar que situaciones como la actual puedan volver a producirse. Las medidas pueden ser preventivas, a través de la información precontractual, o curativas, de carácter concursal. Más difícil es resolver sobre la situación actual, sobre qué hacer con las familias que ya están perdiendo su vivienda por ejecuciones hipotecarias, tema que dejamos para el siguiente capítulo.

2. Medidas preventivas

A) Mejorar la transparencia

Las normas de transparencia hipotecaria recogidas en la Orden de 5 de mayo de 1994 han demostrado ser ineficaces. Además, sirvieron de pretexto a las entidades para no adherirse al acuerdo europeo de Código de conducta voluntario sobre información precontractual para créditos vivienda, de 2001, que nos habría equiparado con las buenas prácticas de los demás países europeos. La aprobación de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, ha venido a derogar la Orden de 1994, actualizando las obligaciones de transparencia hipotecaria a las últimas propuestas europeas, dando un periodo transitorio de nueve meses a las entidades para adaptarse a las nuevas normas. Esta mejora del marco normativo debe ser desarrollada por el Banco de España, quien en particular debe elaborar una Guía de acceso al préstamo hipotecario. Esta guía también debería recoger las buenas prácticas en materia de ejecución hipotecaria. De este modo se educa al deudor consumidor y se le informa de sus derechos, con el respaldo del Banco de España.

B) Hacer efectivo el asesoramiento técnico

Las entidades financieras tienen la obligación profesional de informar del contenido técnico de los productos y servicios financieros. Este asesoramiento técnico va más allá de la mera descripción del producto. Según la Comisión Europea, un buen asesoramiento aumenta la confianza del consumidor. Por esta razón, la Comisión *«desea promover criterios rigurosos de asesoramiento hipotecario, admitiendo, por otra parte, que no todos los consumidores precisan un mismo nivel de asesoramiento»*[(43)].

El marco legal encarga al Notario la transmisión al cliente de la información financiera y lo debe hacer de forma comprensible[(44)], *«advirtiendo expresamente al prestatario del*

(43) COMISIÓN EUROPEA, *Libro Blanco sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario de la UE*, Bruselas, 18.12.2007 COM (2007) 807, final.

(44) Véase el art. 193 del Reglamento Notarial, en relación con lo dispuesto en la Orden de 5 de mayo de 1994 sobre transparencia de los préstamos hipotecarios (régimen comentado por NASARRE, *cit.*, pp. 31 y 32), y, a partir de

significado de aquellas cláusulas que, por su propia naturaleza técnica, pudieran pasarle inadvertidas»(45).

Los Notarios conocen el Derecho, pero no tienen por qué ser expertos en finanzas. Se ven obligados a traducir y exponer al cliente de forma comprensible, atendiendo a sus circunstancias personales, las cláusulas predispuestas por las entidades financieras.

La labor de información y de asesoría técnica debe recaer sobre las entidades que comercializan los préstamos hipotecarios. En el régimen de la hipoteca inversa ya se reconoce la necesidad de este asesoramiento. En el marco del régimen de transparencia y protección de la clientela, las entidades que concedan hipotecas inversas deben *«suministrar servicios de asesoramiento independiente a los solicitantes de este producto, teniendo en cuenta la situación financiera del solicitante y los riesgos económicos derivados de la suscripción de este producto»*(46).

Cuestión distinta es si las entidades bancarias deben prestar el servicio de asesorar al cliente seleccionando en el mercado el producto más adecuado a su perfil. Dicho servicio va más allá del asesoramiento técnico sobre el contenido y los riesgos de la operación. Para prestar el servicio autónomo de asesoramiento financiero, los intermediarios deben realizar un estudio de las ofertas disponibles en el mercado, de modo que puedan recomendar aquellas que más se adecuen a las necesidades, la situación financiera y las circunstancias personales del consumidor. Según la propuesta de Directiva comunitaria sobre préstamo hipotecario dicho servicio solo podrá comercializarse como asesoramiento cuando se informe al consumidor de que se está prestando ese servicio adicional y se le informe de forma transparente de la remuneración que se cobra por dicho servicio. Esta es la solución recogida en el art. 10 de la Orden EHA/2899/2011, que exige suscribir un contrato y la obligación de actuar en el mejor interés del cliente.

C) Desarrollar la obligación de concesión responsable de crédito

La obligación de evaluar la solvencia del cliente con el fin de asegurar la concesión responsable de crédito está recogida en general en la Ley de Economía Sostenible y en particular en la Ley de Contratos de Crédito al Consumo.

La Ley de Contratos de Crédito al Consumo complementa la protección del cliente bancario. Desarrolla el principio del crédito responsable conforme a unos criterios que deben servir para interpretar la concesión responsable de créditos hipotecarios. De hecho, la propuesta de Directiva europea sobre préstamos hipotecarios, tomando como referente el marco que le proporciona la Directiva del crédito al consumo, hace más rigurosas las disposiciones sobre evaluación de la solvencia. Según esta propuesta de Directiva: *«el comportamiento irresponsable de ciertos operadores del mercado contribuyó a crear una burbuja*

---

su entrada en vigor a los nueve meses de su publicación en el BOE, por el capítulo sobre normas relativas a los créditos y préstamos hipotecarios, de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre.

(45) Preámbulo de la Orden de 5 de mayo de 1994, sobre transparencia de las condiciones financieras de los Préstamos Hipotecarios, y según obligaciones recogidas en el art. 7 de esta Orden, que serán sustituidas, en la fecha de entrada en vigor, por lo dispuesto en el art. 30 de la Orden EHA/2899/2011.

(46) Disposición adicional primera, apartado 4, de la Ley 41/2007, de 7 de diciembre.

inmobiliaria y fue uno de los elementos determinantes de la crisis financiera. Es obvio, por tanto, que es necesario combatir la concesión y contratación de préstamos irresponsable, a fin de evitar que se repitan las condiciones que desembocaron en la actual crisis financiera». Con estos antecedentes, la propuesta de Directiva sobre préstamos hipotecarios pretende *«favorecer la estabilidad financiera garantizando para ello un funcionamiento responsable de los mercados de crédito hipotecario»*. Según esta propuesta *«los efectos de una actividad de préstamo irresponsablemente desarrollada en un país pueden propagarse rápidamente más allá de las fronteras nacionales, en parte por el carácter multinacional de ciertos grupos bancarios, y también por la naturaleza internacional del riesgo titulizado»*.

De tal modo que esta propuesta de Directiva traslada al ámbito del crédito hipotecario las obligaciones de concesión responsable de crédito ya recogidas en la Directiva de crédito al consumo, aunque actualizadas atendiendo al marco MiFID de protección al cliente que rige en el mercado de valores. Según esta propuesta las obligaciones de información financiera al cliente se deben corresponder con su nivel de conocimientos y de experiencia en materia de crédito. También se obliga al prestamista a evaluar la capacidad del consumidor para reembolsar el crédito, atendiendo a las circunstancias personales de este y basándose en información suficiente. Y lo más importante desde el punto de vista de protección al cliente, se establece la obligación de abstención de dar crédito cuando los resultados de la evaluación de la solvencia sean negativos. Es decir, prohíbe expresamente la concesión irresponsable de crédito[47].

En España el art. 18 de la Orden EHA/2899/2011 desarrolla las previsiones sobre evaluación de la solvencia recogidas en la Ley de la economía sostenible. Se debe evaluar la capacidad del cliente para cumplir sus obligaciones y tener los procedimientos internos para realizar las evaluaciones. No se recoge la prohibición de conceder préstamos ante evaluaciones negativas. Por el contrario, el último apartado del art. 18 de la Orden recoge una cláusula de exención de responsabilidad, útil *disclaimer* para las entidades con el siguiente tenor: *«La evaluación de la solvencia prevista en este artículo se realizará sin perjuicio de la libertad de contratación que, en sus aspectos sustantivos y con las limitaciones que pudieran emanar de otras disposiciones legales, deba presidir las relaciones entre las entidades de crédito y los clientes y, en ningún caso afectará a su plena validez y eficacia, ni implicará el traslado a las entidades de la responsabilidad por el incumplimiento de las obligaciones de los clientes»*.

3. Medidas curativas

A) Desarrollo de la Ley Concursal

La Ley Concursal, de 9 de julio de 2003, unificó el tratamiento de la crisis de empresas y familias, pero sin contemplar las particularidades de la insolvencia familiar. Peor aún, penaliza el tratamiento del concurso del consumidor[48]. Frente a lo que ocurre con las empresas insolventes, los consumidores no se benefician de la paralización de la ejecución de

(47) No hay aquí como en el mercado de valores la posibilidad de intermediar en operaciones no adecuadas al perfil del cliente, avisándole de la falta de conveniencia (véase art. 79 bis.7 LMV).

(48) PULGAR EZQUERRA, *cit*., p. 47.

las garantías reales (art. 56 LC). Esta paralización solo opera respecto de bienes afectos a la actividad empresarial y no incluye, por lo tanto, la vivienda habitual. Además, no hay un concurso simplificado para el consumidor. Y lo más gravoso, no se contempla la liberación del deudor consumidor tras la liquidación concursal, una liberación que le permita empezar de nuevo y evitar la exclusión social y financiera.

En suma, la Ley Concursal contempla la paralización de la ejecución de las garantías reales y la exoneración del deudor concluido el concurso, limitando de este modo el principio de responsabilidad universal del art. 1911 del Código civil, pero discrimina a los deudores consumidores, quienes no pueden paralizar la ejecución de la hipoteca sobre su vivienda habitual ni quedan liberados de las deudas no satisfechas una vez concluido el concurso. Esta opción legislativa se aparta de las recomendaciones de las Naciones Unidas y de las soluciones del Derecho comparado.

Es un modelo incompleto que penaliza a las familias frente a las empresas. Hay quien justifica esta opción de política legislativa en el interés por compensar a la banca de los cambios legales. En palabras de Juana PULGAR, estamos ante *«el interés en compensar a los acreedores profesionales la pérdida del denominado "trono de la hipoteca", que respecto de deudores empresarios o profesionales contempla la paralización de ejecuciones, incluidas las dotadas de garantía real, hasta que se alcance un convenio o transcurra un año desde la declaración del concurso, sin que se haya abierto la liquidación»*[(49)]. Y, añade esta autora, la *«no introducción de mecanismos exoneratorios de pasivo insatisfecho tras la liquidación, permite recuperar respecto de los deudores consumidores en particular, el 100% de su crédito dentro del concurso o tras su conclusión dada la subsistencia de la responsabilidad universal del deudor (art. 1911 CC)».*

Esta opción puede resultar contraria al derecho a la igualdad, al tratarse de forma distinta a los deudores, según sean empresas o consumidores. Las empresas pueden paralizar la ejecución del inmueble en el que operan y las familias no pueden paralizar el inmueble en el que viven; las empresas pueden quedar exoneradas de las deudas tras la conclusión del concurso y las familias no pueden quedar exoneradas de sus deudas tras la liquidación concursal. Se modula para las empresas el principio de responsabilidad universal y se niega dicho beneficio para las familias.

No hay en el ordenamiento español la oportunidad para el deudor consumidor de empezar de nuevo (*fresh start*). No se contempla un mecanismo exoneratorio del pasivo insatisfecho que libere al deudor de buena fe (*discharge*), como es habitual en los ordenamientos de nuestro entorno, que aplican la recomendación número 194 de la Guía Legislativa de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI) sobre el Régimen de la Insolvencia, de 25 de julio de 2004, según la cual: *«Cuando una persona física pueda acogerse al régimen de la insolvencia en calidad de deudor, convendría regular la cuestión de la exoneración del deudor de su responsabilidad por las deudas contraídas antes de la apertura del procedimiento».*

La reforma concursal realizada por la Ley 38/2011, de 10 de octubre, omite pronunciarse sobre esta grave carencia y se limita a obligar al Gobierno a remitir a las Cortes un

(49) *Ibidem*, p. 65.

informe sobre las medidas adoptadas para mejorar la situación de las personas físicas y familias que se encuentran en dificultades para satisfacer sus obligaciones, y especialmente las garantizadas con hipoteca. En la pasada legislatura se creó una subcomisión parlamentaria para abordar este tema, sin que sus trabajos llegaran a ninguna conclusión, ante la disolución anticipada de las Cortes[50].

Ante las elecciones generales del 20 de noviembre de 2011, los dos grandes partidos se plantean la reforma de la Ley Concursal con el fin de completarla dando un tratamiento específico al concurso del deudor consumidor. El programa del Partido Popular para las elecciones generales del 20 de noviembre de 2011 incluye la siguiente propuesta: *«Reformaremos la ley concursal para introducir en los procedimientos de insolvencia de las personas físicas, con las debidas garantías para evitar comportamientos abusivos, mecanismos de liberación de los deudores tras la ejecución del patrimonio embargable»*[51]. Subyace en esta propuesta un miedo al riesgo moral (*moral hazard*) que supone aplicar a las familias lo que ya se contempla para las empresas. Ante la posibilidad de acudir a un procedimiento en el que me liberen de las deudas que no puedo pagar, se puede estar incentivando el consumo irresponsable y el sobreendeudamiento. Pero ese riesgo moral también existe para las empresas y la Ley Concursal contempla la posibilidad de que, concluido el concurso, queden liberadas de sus deudas. Y también existe para la banca, conocedora de que en caso de dificultades va a recibir ayudas públicas, y esta circunstancia puede constituir un incentivo para operar con mayor riesgo incrementando sus beneficios.

Por lo demás hay que tener en cuenta que el *discharge* de las familias, es decir, la liberación de las deudas que nunca van a poder pagar, también tiene efectos positivos. Es un mecanismo que no sólo beneficia a los deudores de buena fe, sino a los acreedores, al sistema bancario y a la economía en su conjunto. Permite acogerse de forma temprana a este beneficio y de este modo disponer de más patrimonio para liquidar las deudas. Y lo que es más importante, permite a las familias que han tenido un comportamiento bueno pero desafortunado volver a empezar con sus actividades económicas, generando nuevos ingresos que serán gestionados por la banca y contribuirán al progreso económico. La banca acreedora que ha visto condonado parte de su crédito podrá mantener la relación de clientela y continuar con su negocio. A nadie beneficia y a todos perjudica mantener en la marginación y en la exclusión social y financiera a familias enteras que nunca podrán pagar sus deudas pendientes.

B) Mejorar el sistema de subastas

El sistema de subastas recogido en la LEC ha sido muy criticado por su falta de eficacia. No obstante su posible mejora, no consideramos que sea un elemento esencial para hacer frente al problema actual. Hay un problema de tasaciones exageradas y de sobreendeudamiento sobrevenido como consecuencia del crédito irresponsable y de la crisis eco-

---

(50) Se realizaron diversas comparecencias, cuyo contenido no se ha publicado, negando el Congreso el acceso a las transcripciones, por lo que no se han podido tener en cuenta en la elaboración de este informe.

(51) A su vez, el PSOE propone en su programa lo siguiente: *«Mejoraremos la protección de los consumidores afectados por situaciones de sobreendeudamiento mediante una regulación específica de un procedimiento concursal para las familias».*

nómica. Los deudores no pueden pagar y los inmuebles han bajado de precio, no siendo su valor de mercado en muchos casos suficiente para hacer frente a la deuda hipotecaria. Por mucho que se mejore el sistema de subastas el problema de la insuficiencia de la garantía para hacer frente al reembolso de la deuda subsistirá. De todas formas, no hay duda de que se podría mejorar la publicidad de la subasta y fomentar las iniciativas de subastas por internet(52).

V. PROPUESTAS PARA PALIAR LA SITUACIÓN DE LAS PERSONAS EN SITUACIÓN PRECARIA, POR NO HABER PODIDO HACER FRENTE AL PAGO DE LA HIPOTECA DE SU VIVIENDA

Lo más problemático al buscar una solución al problema del sobreendeudamiento es decidir qué hacer con las familias que ya se encuentran ante la imposibilidad de pagar sus hipotecas y en riesgo de exclusión social. Las medidas que se adopten no deben tener aplicación retroactiva afectando a los derechos adquiridos. Estos principios son de aplicación prioritaria en el mercado financiero. Esta es una de las razones para no admitir la dación en pago como solución general. Hay que buscar medidas paliativas que no alteren el contenido de los contratos, ley entre las partes. Veamos las que se han venido adoptando y las que proponemos que se adopten.

1. Medidas adoptadas

Desde que comienza la crisis financiera en el verano de 2007, se han realizado diversas reformas legales. Hagamos referencia a las principales(53).

A) Reforma hipotecaria realizada por la Ley 41/2007

La Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas, ignora la crisis y reforma el mercado hipotecario a satisfacción de la industria bancaria. Abre el mercado a nuevos productos de endeudamiento como la hipoteca inversa o la hipoteca de máximos(54), cuando el Libro Blanco de la Comisión Europea ya había puesto en cuestión dichas prácticas por «los ries-

(52) Existe un Portal de Subastas Judiciales del Ministerio de Justicia, punto de acceso único a información pública sobre subastas judiciales que permite el seguimiento y la participación, con total seguridad, en subastas judiciales a través de Internet, creado con el objetivo de «disminuir el impacto de los subasteros» (<https://subastas.mjusticia.es/subastas/home.do>).

(53) Otras mediadas adoptadas son la moratoria parcial de las cuotas hipotecarias para parados, la ampliación del mínimo vital inembargable o la gratuidad de los trámites de alargamiento del plazo de las hipotecas.

(54) Esta Ley fue calificada por la Asociación Española de Banca de auténtica «ley de medidas en materia hipotecaria», de un sistema que había demostrado su buen funcionamiento, necesitado de correcciones menores (Francisco URÍA, Vicesecretario General de la AEB, Presentación sobre «El impacto de la reforma hipotecaria en las entidades de crédito», donde considera que la hipoteca inversa «responde a una demanda social», disponible en: <http://www.bduimp.es/archivo/conferencias/pdf/08_10100_09_FranciscoUria_idc38328.pdf>.

gos potenciales que conllevan»[55]. Al mismo tiempo esta reforma facilita la titulización de hipotecas de baja calidad (*subprime*), emitidas por debajo de los estándares mínimos recogidos hasta entonces en el art. 5 de la Ley Regulación del Mercado Hipotecario, cuando el Libro Blanco ya advertía de que era necesario estudiar los *«incentivos que llevan a los prestamistas hipotecarios a sacar el riesgo del balance»*, como posible desencadenante de la crisis[56].

La Ley 41/2007 modifica el art. 5 de la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario, para facilitar la titulización de hipotecas *subprime* derogando un párrafo esencial del sistema hipotecario, precisamente el que cerraba la posibilidad del capital negativo (*negative equity*), es decir, la posibilidad de mantener en el mercado hipotecas por un importe superior al valor del inmueble hipotecado. Este párrafo, incluido en la redacción original de la Ley, y suprimido en la nueva redacción del artículo, decía: *«Si por razones de mercado o por cualquier otra circunstancia que haga desmerecer el precio del bien hipotecado el valor del mismo desciende por debajo de la tasación inicial en más de un veinte por ciento, la institución financiera podrá exigir la ampliación de la hipoteca a otros bienes, a menos que el deudor opte por la devolución de la totalidad del préstamo o de la parte de éste que exceda del importe resultante de aplicar a la tasación actual el porcentaje utilizado para determinar inicialmente la cuantía del mismo».*

No obstante a la posible supresión del párrafo por la Ley 41/2007, de 19 de diciembre, el art. 9 del Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, da nueva redacción al desarrollo reglamentario, hasta entonces recogido en el art. 29 del Real Decreto 685/1982, con el siguiente contenido:

«Si por razones de mercado o por cualquier otra circunstancia el valor del bien hipotecado desmereciese de la tasación inicial en más de un 20%, y con ello se superasen, en función del principal pendiente de amortizar, los límites a que se refiere el artículo 5.1, la entidad acreedora, previa tasación realizada por una sociedad homologada independiente, podrá exigir del deudor la ampliación de la hipoteca a otros bienes suficientes para cubrir la relación exigible entre el valor del bien y el préstamo o crédito que garantiza.

En el caso de que el deudor sea una persona física, el desmerecimiento al que se refiere el párrafo anterior deberá haberse mantenido durante el plazo de un año, a contar desde el momento en que la entidad acreedora haya hecho constar en el registro contable al que se refiere el artículo 21 el citado desmerecimiento.

El deudor, después de requerido para efectuar la ampliación, podrá optar por la devolución de la totalidad del préstamo o crédito o de la parte de éste que exceda del importe resultante de aplicar a la tasación actual el porcentaje utilizado para determinar inicialmente la cuantía del mismo.

Si dentro del plazo de dos meses desde que fuera requerido para la ampliación, el deudor no la realiza ni devuelve la parte de préstamo o crédito a que se refiere el párrafo

---

(55) COMISIÓN EUROPEA, *Libro Blanco sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario de la UE*, COM (2007) 807 final, Bruselas, 18-12-2007, p. 12.

(56) *Ibidem*, p. 11.

anterior, se entenderá que ha optado por la devolución de la totalidad del préstamo o crédito, la que le será inmediatamente exigible por la entidad acreedora».

De hecho, tanto las bases de legislación del Banco de España como la de la CECA siguen recogiendo en el art. 5 de la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario el párrafo suprimido. Surge así como consecuencia de la nueva redacción del art. 5 una inseguridad jurídica y financiera. Está en juego el cierre del sistema hipotecario, la válvula de seguridad, que exige no dar hipotecas por encima del 80% del valor de la vivienda, y en caso de que, por cualquier circunstancia, el valor de la vivienda descienda un 20% del valor de tasación inicial, se pueda y se deba llamar al margen, para que el cliente complete la garantía o reembolse el crédito.

El sistema legal español no permite que se mantengan vivas hipotecas que no estén respaldadas por una garantía suficiente. Es un principio general de protección del acreedor, recogido en el art. 1129 del Código civil, según el cual perderá el deudor todo derecho a utilizar el plazo *«Cuando por actos propios hubiese disminuido aquellas garantías después de establecidas, y cuando por caso fortuito desaparecieran, a menos que sean inmediatamente sustituidas por otras nuevas e igualmente seguras»*. Pero que, recogido en la legislación hipotecaria, reviste connotaciones especiales.

B) Ley 2/2009, de 31 de marzo, de Intermediación en el Crédito

Un estudio sobre los intermediarios de crédito no bancarios publicado por la Comisión Europea pone de relieve la diversidad de regímenes legales y la necesidad de armonizarlos para impulsar un mercado hipotecario único en la Unión Europea[57]. Buena parte de los Estados miembros someten a registro o vigilancia administrativa la actuación de este tipo de intermediarios. Pero los criterios para regular este sector del crédito son de los más diversos. Van desde la necesidad de obtener la licencia bancaria, como ocurre en Francia o Austria, hasta el mero registro como entidad no bancaria en el supervisor financiero, caso del Reino Unido, o la situación de España, que encuadra a este tipo de intermediarios en el ámbito del consumo, con la pretensión de elevar la transparencia con la que operan los prestamistas privados al régimen ya aplicable a las entidades bancarias registradas en el Banco de España. A su vez, la propuesta de Directiva sobre préstamos hipotecarios pretende que todos los prestamistas, sean o no entidades bancarias, estén adecuadamente regulados y supervisados, para lo cual establece que las entidades no bancarias deben estar sujetas a una autorización, una inscripción en registro y una supervisión adecuados.

En España, pese a la petición del Defensor del Pueblo, y con la opinión favorable del Banco de España, se ha optado por ley especial, de 31 de marzo de 2009, para regular a los intermediarios de crédito[58]. Es una ley que acerca pero no iguala el estatuto de estos in-

(57) EUROPE ECONOMICS, *Study on Credit Intermediaries in the Internal Market (MARKT/2007/14/H),* Final Report, 15 de enero de 2009.

(58) Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, más conocida como Ley de la Intermediación en el Crédito. Es una ley que consolida la actividad profesional de los prestamistas privados y ofrece un nuevo marco de transparencia a los intermediarios de crédito.

termediarios al de las entidades bancarias. Se crean así dos niveles de protección, el de los clientes que contratan con un intermediario de crédito y los que lo hacen con una entidad bancaria. Pero lo más discutible, y a lo que se opuso el Defensor del Pueblo: los intermediarios de crédito han quedado bajo el registro y vigilancia de las autoridades de consumo, con menores potestades, medios y conocimientos que el Banco de España en relación con este tipo de tareas de supervisión financiera. De hecho, tras más de dos años de vigencia del nuevo marco legal, todavía no se tienen noticias de cómo están desarrollando su función de control las autoridades de consumo sobre estos nuevos intermediarios financieros, más allá de la simple apertura de registros[59].

Con la crisis financiera la banca ha dejado de cumplir su misión de canalizar el ahorro hacia las necesidades de financiación de las empresas. Son las familias y las pequeñas y medianas empresas las principales perjudicadas. La falta de crédito las aboca al concurso. El Gobierno ha reaccionado creando nuevas líneas de financiación a través del Instituto de Crédito Oficial, con medidas concretas que tratan de asegurar que el crédito llegue a las empresas, a través por ejemplo de la mediación de los denominados facilitadores financieros. El facilitador es un nuevo asesor financiero encargado de analizar las solicitudes de crédito ICO, verificar su credibilidad y presentarlas a la entidad de crédito elegida por el cliente, negociando su concesión. Los bancos siguen siendo los distribuidores de los créditos ICO. Pero cuentan ahora con la ayuda de una red de facilitadores de crédito gestionada por el ICO para tramitar y analizar las peticiones de crédito. Estamos ante una labor profesional que deben realizar los asesores financieros, cuyo régimen depende del sector en el que desarrollan su actividad. En seguros se denominan corredores, en Bolsa empresas de asesoramiento financiero (EAFI), y en banca intermediarios de crédito. Se discutió quién debía supervisar a los asesores financieros, y las soluciones han sido dispares. Frente a corredores y asesores de inversiones cuya vigilancia corresponde a los supervisores financieros, los intermediarios de crédito han quedado por fin bajo el registro de las autoridades de consumo. Bajo este marco, son los intermediarios de crédito quienes mejor pueden desempeñar la función de facilitar el crédito del ICO frente a las entidades de crédito. Sin embargo, el Gobierno ha preferido acudir al auxilio de las Cámaras de Comercio para que desempeñen esta labor. Tal vez por un mimetismo con el proyecto desarrollado en Francia. Mejor sería rectificar y abrir la mediación a quienes conocen el mercado y están acostumbrados a tratar con bancos y cajas, es decir a los profesionales de la mediación en el crédito.

C) Informe sobre protección del hipotecado

La disposición adicional única de la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, establece:

---

(59) Real Decreto 106/2011, de 28 de enero, por el que se crea y regula el Registro estatal de empresas previsto en la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, y se fija el importe mínimo del seguro de responsabilidad o aval bancario para el ejercicio de estas actividades; comentado por Alfonso RENTERÍA AROCENA, Registrador de la Propiedad de Bilbao, «La calificación registral de préstamos y créditos hipotecarios en la Ley 2/2009 y el Real Decreto 106/2011», de 22 de febrero de 2011, disponible en <www.notariosyregistradores.com>.

«El Gobierno deberá remitir a las Cortes Generales, en el plazo de seis meses, un informe sobre la aplicación y los efectos del conjunto de medidas adoptadas para mejorar la situación de las personas físicas y familias que se encuentran en dificultades para satisfacer sus obligaciones, y especialmente las garantizadas con hipoteca.

Dicho informe incluirá la posible adopción de otras medidas, tanto sustantivas como procedimentales que, a través de las oportunas iniciativas, completen la protección económica y social de consumidores y familias. A tal efecto, podrán proponerse opciones de solución extrajudicial para estos casos, sean de carácter notarial o registral, de mediación, o de otra naturaleza».

2. Propuesta de medidas

La situación actual es de tal gravedad que se impone un acuerdo parlamentario que sea asumido por el sector, que podría incluir moratoria en el pago de las cuotas durante el tiempo que duren las circunstancias excepcionales. De forma paralela el Gobierno podría aprobar un modelo de Código de conducta en la comercialización y ejecución de préstamos hipotecarios, que debería ser aprobado por las entidades de forma inmediata. Otras medidas son la prevención de la usura, la efectividad de las coberturas ofrecidas por la banca ante la subida de los tipos en forma de swaps y la efectividad de los seguros que acompañan a la hipoteca. También nos vamos a detener en las alternativas a la dación en pago y la necesidad de reforzar la independencia del supervisor.

A) Acuerdo político asumido por el sector

La grave situación en que se encuentran las familias hipotecadas y la banca acreedora aconsejan dar una respuesta inmediata a través de un acuerdo político que sea asumido por los bancos acreedores a través de sus organismos representativos (AEB y CECA). Existen precedentes en los que ante situaciones menos graves se ha llegado a un acuerdo político asumido por la industria bancaria con buenos resultados. Así ocurrió con el problema de las tarjetas bancarias. Las tasas de intercambio fijadas unilateralmente por las redes de tarjetas eran desproporcionadas, superaban con creces las medias europeas y estaban ahogando al pequeño y mediano comercio. Existieron diversas iniciativas legislativas con el fin de solucionar el problema. Ninguna llegó a prosperar. Sin embargo, a través del Senado se llegó a un acuerdo político que fue asumido por la banca, quien se comprometía a una reducción progresiva de las tasas de intercambio y en consecuencia de los descuentos aplicados a los comerciantes en el uso de tarjetas.

También hay otros precedentes, como el convenio suscrito entre el Gobierno y la AEB, de 29 de abril de 2008, en cuya virtud se compromete a promover entre las entidades de crédito que éstas, de manera voluntaria, puedan renunciar a sus comisiones en el caso de una modificación hipotecaria relativa a la ampliación del plazo del préstamo[60].

Parte de ese acuerdo asumido por la banca podría ser una moratoria en los pagos de las cuotas hipotecarias. Se podrían facilitar los aplazamientos de pago, a semejanza del art. 11

(60) Mencionado por Francisco URÍA en la Presentación más arriba citada.

de la Ley 28/1998, de 13 de julio, reguladora de la Venta a Plazo de Bienes Muebles, que autoriza a los jueces a imponerlos en atención a desgracias familiares o circunstancias que lo aconsejen. Esta moratoria tan solo supondría el aplazamiento en el pago, sin condonación de deuda. Se trata de una reestructuración de la deuda que genera más negocio para la banca, pues cobra más y durante más tiempo. Con mayor recelo deben verse las propuestas que extienden la moratoria, en situaciones extremas, a la posibilidad de descargar definitivamente al deudor de sus obligaciones, de modo total o parcial.

Hay otro elenco de posibilidades que podrían acompañar a la moratoria, como la supresión de tasas, costas, moderación de cláusulas penales, o la paralización del devengo de intereses durante el proceso, que coadyuven a superar las dificultades para atender los créditos pendientes de abono. También podría modificarse la previsión legislativa (art. 1.173 Código Civil) que obliga a abonar antes los intereses que el capital, atenuando la perpetuación de la deuda ante la imposibilidad de ir disminuyendo la cifra que genera obligaciones accesorias.

B) Código de Conducta para la comercialización y ejecución de los préstamos hipotecarios

El art. 37 de la Ley de Competencia Desleal se refiere al fomento por parte de la Administración y de las asociaciones profesionales de *«códigos de conducta relativos a las prácticas comerciales con los consumidores, con el fin de elevar el nivel de protección de los consumidores y garantizando en su elaboración la participación de las organizaciones de consumidores»*. El mercado financiero no es ajeno a este tipo de códigos. El art. 78 de la LMV establece que las entidades de crédito que presten servicios de inversión deberán cumplir los códigos de conducta que apruebe el Gobierno y sus reglamentos internos de conducta.

En el ámbito europeo existen precedentes. Hay un Código de Conducta Voluntario sobre Información Precontractual para los Créditos de Vivienda de marzo de 2001, que fue avalado por la Comisión Europea en su Recomendación 2001/193/CE, de 1 de marzo de 2001, relativa a la información precontractual que debe suministrarse a los consumidores que contratan préstamos para la adquisición de vivienda. Entidades bancarias de todos los estados miembros se adhirieron a este código, excepto las españolas, alegando que existían normas internas de mayor protección.

En este marco, proponemos la aprobación por el Gobierno de un modelo de «Código de Conducta para la comercialización y ejecución del préstamos hipotecarios» a adoptar a corto plazo por todos los bancos y demás intermediarios financieros como reglamento interno de conducta.

Conforme a las previsiones del Gobierno las entidades se comprometerían a aplicar un protocolo en la ejecución de préstamos hipotecarios con consumidores[61]. En caso de discrepancia con el cliente, este podría acudir a las autoridades de consumo o al Servicio de Reclamaciones del Banco España para que resolviera sobre la correcta aplicación por

(61) Véase el Código que existe al respecto en el Reino Unido.

parte de la entidad de las normas de conducta y de protección del consumidor en la relación hipotecaria. En los casos en que la reclamación fuera resuelta a favor del cliente, la entidad de crédito, conforme al compromiso asumido en el reglamento interno de conducta, debería asumir su responsabilidad admitiendo, en caso de haber concedido crédito irresponsable, la dación en pago del inmueble como mecanismo de resolución anticipada del contrato.

El modelo de Código de Conducta que apruebe el Gobierno debe recoger al menos los siguientes puntos:

- Con carácter previo a la ejecución del inmueble la entidad acreedora comunicará al cliente el procedimiento a seguir, absteniéndose de cualquier llamada o comunicación destinada a presionar al cliente para el pago de sus obligaciones.
- La entidad de crédito debe permitir al deudor presentar un escrito de alegaciones en los que pueda expresar sus circunstancias personales y ofrecer un plan de pagos.
- La entidad de crédito deberá dar respuesta motivada al deudor contestando a cada uno de los puntos de su escrito de alegaciones.
- Con carácter previo a la ejecución del préstamo hipotecario la entidad acreedora informará al cliente de que puede acudir a las autoridades de consumo o al Servicio de reclamaciones del Banco de España para determinar si se han respetado los derechos del consumidor y las buenas prácticas financieras en la comercialización del préstamo hipotecario.
- La entidad de crédito asume el compromiso de atender la resolución favorable al cliente que resulte del procedimiento de reclamación ante las autoridades de consumo o ante el Servicio de Reclamaciones del Banco de España.
- En caso de acreditarse una concesión irresponsable del crédito se compromete a admitir la dación en pago del inmueble como pago del préstamo, quedando liberado el cliente de la deuda hipotecaria.

C) Evitar la usura

La garantía hipotecaria se extiende hasta la denominada «cifra de responsabilidad hipotecaria», que comprende la deuda del principal, los intereses remuneratorios pendientes de pago y los intereses de demora, más los gastos y costas judiciales. En estas partidas destacan los intereses moratorios, muchas veces superiores al 20%[(62)]. El art. 20 de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de Contratos de Crédito al Consumo, establece que en ningún caso podrá aplicarse a los créditos que se concedan en forma de descubiertos «un tipo de interés que dé lugar a una tasa anual equivalente superior a 2,5 veces el interés legal del dinero». Esta referencia ha sido utilizada por la jurisprudencia para integrar el supuesto de la usura identificado en la Ley Azcárate de 23 de julio de 1908[(63)].

---

(62) NASARRE, *cit.*, p. 6.

(63) Se puede aplicar para moderar los intereses abusivos la doctrina del TS según la cual: «*Declarada abusiva la cláusula que impone el interés moratorio en el 29% anual, se declara la nulidad parcial de la misma en el sentido*

D) Resolver el problema de los swaps

La banca ha colocado a familias seguros destinados a minorar el riesgo de la subida de tipos de interés en sus préstamos hipotecarios que han resultado ser permutas financieras (swap, en inglés), verdaderas apuestas sobre la evolución de los tipos. Con esta colocación de swaps la banca cerraba riesgos abiertos en sus relaciones interbancarias al mismo tiempo que compensaba la reducción de márgenes consecuencia de la bajada de tipos por la crisis. Como resultado de los swaps contratados, los clientes deben pagar periódicamente sumas importantes, pagos que se prolongarán hasta el vencimiento del producto. Y para cancelar el producto la banca exige el pago de sumas mucho más elevadas, resultado de actualizar los compromisos asumidos. Los clientes se encuentran desconcertados ante lo desmesurado de sus obligaciones. No entienden que, como resultado de contratar una cobertura, se vean obligados a pagar cantidades que amenazan la estabilidad de su precaria economía.

En primer lugar debemos determinar el régimen jurídico que se aplica a estas operaciones. Hay dos interpretaciones. Podemos considerar que el swap es un derivado financiero y que como tal se rige por la Ley del Mercado de Valores, bajo la supervisión de la CNMV. O, por el contrario, considerar que el swap queda incorporado al préstamo, producto bancario bajo el control del Banco de España. Optar por una u otra solución tiene gran importancia para los clientes, pues en el primer caso se aplican las normas de conducta del mercado de valores, bajo los principios europeos de tutela del inversor (MiFID), frente a la solución bancaria, más preocupada por la solvencia de las entidades.

La CNMV y el Banco de España han publicado una nota conjunta en la que consideran a la mayor parte de los swaps contratados por la clientela minorista productos vinculados, por lo que les resultaría de aplicación la legislación bancaria bajo la supervisión del Banco de España, quien se encargaría de atender las reclamaciones. Pero la nota conjunta va más allá de un convenio de colaboración para mejorar la gestión de las reclamaciones, pronunciándose sobre el régimen aplicable a los swaps. Así, por ejemplo, afirma la nota que en

---

de fijarlo en un montante que resulta no de la aplicación analógica, ni mucho menos la aplicación retroactiva de la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de crédito al consumo, sino, como antes se ha dicho, inspirándose en ella, como interpretación, fijando la tasa anual equivalente en 2,5 veces el interés legal del dinero» (STS, Civil, sección 1.ª, del 23 de septiembre de 2010). En este sentido la SAP Asturias, de 20 de julio del 2010, considera que *«el límite de dos meses y medio el interés legal del dinero establecido en el art. 19.4 de la Ley de Crédito al Consumo para el supuesto de descubierto en cuenta corriente no opera fuera de este caso con carácter automático, sino meramente orientativo, ahora bien, siendo el interés legal en 2008 del 5,50% el tipo remuneratorio valorado por la Juez del 20% anual resulta a criterio del Tribunal notoriamente superior a aquél, con un exceso tan notable (se acerca a su cuádruplo) que es calificable como manifiestamente desproporcionado en términos de la Ley de 1908».* Como dice la sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 7 de Valladolid de 10 de febrero de 2011, en un procedimiento de ejecución hipotecaria: *«Es claro que quien se ve incapaz de retener su propia vivienda, siendo expulsado de ella, es porque se halla en una situación económica dramática, no pudiendo ser además, en su desvalimiento, sancionado con unos intereses tan elevados como el aplicado por la actora»*. Véase también SAP Vizcaya, de 26 de octubre de 2010, que considera abusivo un interés remuneratorio del 22,95%. Si bien hay que tener en cuenta el criterio del TS, en un caso de solicitud de nulidad de préstamo hipotecario, que considera que los intereses moratorios *«no tienen la naturaleza jurídica de intereses reales, sino que se califican como de sanción o pena con el objeto de indemnizar los perjuicios causados por el retraso del deudor en el cumplimiento de sus obligaciones, lo que hace que no se considere si exceden o no del interés normal del dinero, ni cabe configurarlos como leoninos, ni encuadrarlos en la ley de 23 de julio de 1908»* (STS, Civil, sección 1.ª, de 4 de junio de 2009). Como cláusula penal que no puede ser objeto de moderación véase SAP Valencia de 4 de octubre de 2010.

la comercialización de derivados vinculados a un producto bancario únicamente se debe exigir el cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa bancaria, descartando la aplicación de la MiFID, incluso en lo relativo a la prohibición de incentivos. Este criterio es contrario a las interpretaciones que ha dado la Comisión Europea.

Es cierto que la ley incluye una norma que permite aplicar la normativa bancaria a los derivados, pero siempre bajo la condición de que exista un nivel equivalente de protección. El consumidor, sea de un producto bancario o de inversión, merece el mismo grado de protección. Y no es el caso de la normativa bancaria, pues la obligación de conocer al cliente y de que el producto se adecue a sus necesidades, propio de la legislación de valores, está ausente en la citada normativa. Tan sólo existe un régimen sobre la concesión responsable de crédito, completada con una información adicional sobre los instrumentos de cobertura de riesgo de tipo de interés, que no ofrece un grado de protección equivalente a la del mercado de valores[(64)].

El Senado identificó de forma unánime el problema que los swaps han creado a las familias. Encargó un informe al Banco de España que no ha llegado a publicarse. Y la repuesta que ofrecen de forma conjunta CNMV y Banco de España pone en un segundo plano a los clientes con el fin de garantizar la solvencia de la banca. Está bien proteger a la banca, pero también lo está proteger al cliente bancario. Para que la confianza vuelva al mercado financiero es necesario proteger a los más vulnerables, a saber, aquellos que carecen de conocimientos y experiencia necesarios para adoptar decisiones de inversión con conocimiento de causa, aquellos que han confiado en su banco, que les ofreció un producto financiero que les protegía frente a la subida de tipos y ahora se encuentran ante un producto derivado que les hace incurrir en fuertes pérdidas que amenazan su economía.

E) Preservar la efectividad de los seguros

Como reconoce el Banco de España en su web, aunque no es obligatorio, suele ser habitual que la entidad concedente del préstamo hipotecario exija del prestatario el cumplimiento de requisitos adicionales, tales como domiciliar una nómina, contratar un plan de pensiones o contratar uno o varios seguros de determinadas características. De este modo la banca complementa la cobertura de la garantía hipotecaria con diversos seguros, ya sean de daños, de vida o de crédito. Algunos de ellos son objeto de controversia.

Por ejemplo, los seguros de daños. Así la inclusión en las escrituras de préstamo hipotecario de cláusulas en las que el deudor se obliga a mantener vigente durante su duración un seguro de daños sobre el inmueble objeto de la garantía hipotecaria, concediendo al acreedor la facultad de contratarlo en su nombre en caso de no hacerlo el deudor, plantea desde la perspectiva de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones la duda de si existe consentimiento pleno por parte del tomador del seguro a todas las consecuencias que supone la contratación del seguro. En este caso, aunque el tomador consiente en que se

(64) El art. 29 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, y el art. de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de Contratos de Crédito al Consumo, exigen a las entidades de crédito evaluar la solvencia del prestatario, obligación desarrollada en por el art. 18 de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, incluyendo unas exigencias de información adicional sobre instrumentos de cobertura en el art. 24.

suscriba un seguro por su cuenta en caso de no hacerlo él, puede no conocer características esenciales de este, como son la prima, los riesgos cubiertos y las sumas aseguradas. Ahora bien, para saber si el consentimiento prestado por el tomador lo fue por error y, por tanto, adolece del vicio de nulidad, habrá que estudiar cada supuesto concreto.

A su vez, la banca también condiciona la contratación de la hipoteca a la suscripción de seguros de vida y de paro. En estos casos, cuando la compañía de seguros pertenece al grupo de la entidad bancaria concedente del préstamo hipotecario, son frecuentes los casos en que, por diversos motivos, en caso de siniestro, no se ejecutan los seguros que habrían permitido el reembolso de la hipoteca. Estos casos están siendo investigados por el Defensor del Pueblo, cuya titular ha solicitado a los supervisores informe al respecto.

Son supuestos en los que las entidades de crédito subordinan la concesión de préstamos hipotecarios a la suscripción de un seguro de vida o de amortización de crédito con una aseguradora perteneciente a su mismo grupo empresarial y no reclaman a la compañía aseguradora el pago del seguro al producirse la contingencia asegurada, en detrimento de la eficacia de dicho seguro, procediendo a utilizar otras vías para reclamar el reembolso del crédito, como la ejecución hipotecaria. Estas prácticas han sido severamente sancionadas en otros países(65). Sin embargo, en España, las autoridades de la competencia las han bendecido (véase la resolución de la Comisión Nacional de la Competencia de 29 de mayo de 2009, declarada conforme a Derecho por la Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Sexta, de la Audiencia Nacional). En dicho expediente las entidades de crédito reconocieron que, *«aplicando un criterio de prudencia, como garantía de la devolución del préstamo y atendiendo a las circunstancias de la operación y a las condiciones del prestatario, pueden recomendar —y en ocasiones exigir— al potencial prestatario que contrate uno de estos seguros; pero, en todo caso, no le obligan a hacerlo con una aseguradora perteneciente a su grupo empresarial o participada por ella, sino que les informan de esta posibilidad, señalando en ocasiones que si el cliente contrata el seguro con dicha aseguradora puede obtener el préstamo en condiciones más ventajosas»*. En descargo de las entidades de crédito la CNC afirma en su resolución que *«la práctica de vincular seguros a préstamos con aseguradoras participadas por las entidades de crédito se puede explicar a partir de factores que nada tienen que ver con la coordinación de comportamientos o cualquier otra práctica anticompetitiva, como la comodidad que supone para el usuario (ahorro de tiempo), la falta de información a la que puede enfrentarse el usuario que contrata una hipoteca, los escasos incentivos de las entidades de crédito a explicar al cliente de sus préstamos que las compañías aseguradoras no relacionadas con ella pueden ofrecerle también seguros, la falta de interés por parte de las aseguradoras no vinculadas a las entidades de crédito para conceder seguros asociados a los préstamos»*. Lo que le lleva a concluir que la vinculación de la concesión de préstamos personales e hipotecarios a la suscripción de un seguro de vida o de amortización con una aseguradora perteneciente a su mismo grupo empresarial no constituye una práctica anticompetitiva.

Como sabemos el préstamo hipotecario debe limitarse a un 80% del valor del inmueble. Este límite protege al banco y al cliente. Es una norma prudencial que protege la sol-

(65) Véase en el Reino Unido: Competition Commission, *Market investigation into payment protection insurance*, 29 de enero de 2009, concluyendo que *«businesses that offer PPI alongside credit face little or no competition when selling PPI to their credit customers»*.

vencia del banco y la estabilidad del conjunto del sistema financiero. Pero al mismo tiempo protege al cliente garantizando que, al menos en el momento de contratar el préstamo, el valor de la garantía es suficiente para cubrir el préstamo. Es decir, que ante una hipotética dación en pago la entrega del inmueble sería suficiente para reembolsar la deuda y quedar liberado. Es una medida frente al endeudamiento. La Ley española es flexible en este punto y permite que se rebase ese límite contratando por el exceso un seguro de crédito. Las entidades bancarias en muchos casos han aprovechando esa posibilidad contratando seguros de crédito, pero lo han hecho a cargo de los clientes y con frecuencia con aseguradoras del propio grupo, con el conflicto de interés que esa práctica conlleva. De este modo, se agrava el sobreendeudamiento del cliente, que contrata préstamos hipotecarios por encima del 80% del valor del inmueble, viéndose obligado a pagar, además de las cuotas hipotecarias, las primas del seguro de crédito.

F) Alternativas a la dación en pago

Salvo que sea consentido por la entidad bancaria, no consideramos que la propuesta de dación en pago de las viviendas sea una solución, al suponer una alteración de lo pactado. Cuestión distinta es que por otras vías se pueda alcanzar el mismo resultado.

Por ejemplo, si consideramos que el sistema hipotecario garantiza que la vivienda hipotecada siempre alcance el importe del préstamo. Y que, en consecuencia, los bancos no han debido conceder préstamos hipotecarios por encima del 80% del valor de la vivienda. Y que sobre el exceso sobre el 80% han debido contratar un seguro de crédito para cubrir la diferencia. Y que, en caso de bajada de un 20% del precio de mercado de la vivienda hipotecado, han debido pedir al deudor un complemento de las garantías, ofreciéndole la oportunidad de cancelar anticipadamente el crédito. Teniendo en cuenta que las entidades no han cumplido con esa llamada al margen, privando al cliente de haber podido reaccionar cuando todavía la vivienda cubría el importe de la hipoteca, puede interpretarse, atendiendo al sistema de la Ley, que los bancos no pueden favorecerse del incumplimiento de su obligación de llamada al margen en perjuicio del cliente, y que por la tanto el valor mínimo que debe darse a las viviendas en el proceso de ejecución es del 80% de la tasación inicial. Este valor, y no el del 60% del precio de salida de la subasta previsto por defecto en la ley, es el que debe fijarse al adjudicarse el banco el inmueble. De tal modo, para hacer efectiva esta compensación no deben permitirse adjudicaciones en la subasta inferiores a ese precio (del 80% de la tasación inicial).

Con este mecanismo no se alcanza el beneficio que resultaría de la dación en pago, con liberación de toda la deuda hipotecaria. Pero se introduce un mecanismo de moderación que contribuirá a paliar en gran medida los efectos de la crisis para las familias hipotecadas.

G) Fortalecer la independencia del supervisor

En garantía del buen funcionamiento del mercado, la ordenación financiera debe ser neutral, basada en la objetividad de las actuaciones de autoridades públicas. En este ámbito surgen las autoridades financieras, como agencias independientes, con el objetivo de asegurar que el mercado funcione y, ante situaciones de crisis, contribuir a restablecer la

normalidad[66]. Esta función le corresponde en Derecho interno al Banco de España, en particular como autoridad del mercado hipotecario.

El Banco de España debe asumir que la protección del cliente es un prerrequisito para la estabilidad bancaria. Debe reforzar su independencia para evitar el riesgo de captura del supervisor por parte de la industria financiera. En este sentido, debería crearse un comité consultivo en el que tengan voz permanente los representantes de los usuarios de los servicios financieros.

En la grave situación actual de crisis del sistema financiero, el Banco de España, en defensa de la estabilidad bancaria y en protección del cliente bancario, debería abordar sin demora actuaciones específicas destinadas a evitar la exclusión financiera de aquellas personas que hayan perdido su vivienda habitual y mantengan una deuda con los bancos.

El Banco de España, a través de su Servicio de Reclamaciones, tiene la autoridad y dotación adecuada para resolver sobre aquellos casos en que haya existido una incorrecta aplicación de las normas de conducta o de protección de los consumidores. En estos casos, en que quede acreditada una concesión irresponsable de crédito, el Banco de España debe propiciar a través de las resoluciones de su Servicio de reclamaciones que la entidad concedente del crédito se vea obligada a pactar con el cliente afectado un plan de pagos o, en su defecto, aceptar la dación en pago.

CONCLUSIONES

En el presente informe nos hemos acercado al sistema hipotecario desde la perspectiva del cliente con el fin de identificar posibles desequilibrios en la relación banco-cliente. También hemos analizado la situación de las familias hipotecadas en riesgo de perder su vivienda y las medidas que se han venido adoptando para protegerlas y las que se podían adoptar. Podemos ahora recapitular y formular algunas conclusiones.

Pero antes conviene señalar la situación en la que nos encontramos y los costes y beneficios de las soluciones que se proponen.

Estamos ante la mayor crisis a la que se haya enfrentado nuestro sistema financiero. No se trata de una crisis que afecte a determinadas entidades, como ocurrió en la crisis de finales de los años setenta y primeros de los ochenta del siglo pasado, sino de una crisis del sistema en su conjunto. Lo que era una amenaza teórica recogida de forma retórica en los manuales de la materia, la «crisis sistémica» [67], es algo real que se ha materializado. Es el peor de los escenarios. La banca necesita, para sobrevivir, reforzar sus recursos propios y restringe el crédito.

El principal argumento que se utiliza para no proteger al hipotecado es precisamente que esa protección restringiría el crédito y excluiría del acceso a la vivienda a parte de la población que ahora tiene acceso a esta. Pero la realidad es que en la actualidad la banca

---

(66) Así está previsto desde abril de 1997, por el COMITÉ DE BASILEA, en sus «Principios esenciales para una supervisión bancaria efectiva».

(67) Del autor, *Derecho del Mercado Financiero*, 3.ª edición, Marcial Pons, Madrid, 2005, p. 38.

no cumple su función de dar crédito para la adquisición de vivienda. El actual marco legal, interpretado de forma unilateral en defensa de la industria, es insostenible. No hay que esperar a reformas legales para excluir del acceso a la vivienda a buena parte de la población. La situación actual la excluye.

Lo que a continuación proponemos son medidas que se pueden adoptar sin necesidad de cambiar el marco legal. Son medidas que permitirían recobrar la confianza en el sistema bancario, reforzar la solvencia de las entidades bancarias, a través de una interpretación normativa más equilibrada.

La protección del cliente en sus relaciones con las entidades bancarias es el primer presupuesto para garantizar la continuidad del servicio de crédito y la estabilidad bancaria. Sin unas relaciones equilibradas entre la banca y el cliente la actividad bancaria es insostenible. Existe una visión unilateral de la regulación hipotecaria, desde la perspectiva de la industria bancaria. Compartida en ocasiones por el legislador, que ha dejado incompleta la Ley Concursal no desarrollando el concurso del deudor consumidor. Esta visión tiene además el respaldo del Banco de España, que se ha comportado más como un organismo de tutela de la banca que como una autoridad del sistema financiero protectora del cliente bancario. Conecta todo ello, como advierte con crudeza Juana PULGAR, con el marco constitucional y la tutela de los consumidores, particularmente en el sobreendeudamiento, «pudiendo en ocasiones la protección que se dispense a éstos colisionar de algún modo con los intereses de la industria del crédito al consumo, que a su vez, como es sabido, constituye una de las principales fuentes de financiación política»[(68)].

Una vez precisada la situación en que nos encontramos, pasamos a enumerar las conclusiones del presente informe, incluyendo las medidas que se proponen.

Crisis hipotecaria

I. La crisis económica y el paro han creado dificultades a las familias para hacer frente al pago de sus cuotas hipotecarias.

II. La pérdida de capacidad económica, unida a la bajada del valor de mercado de los inmuebles hipotecados, ha creado un problema a patrimonio negativo (*negative equity*) en el que la entrega del inmueble no cubre la deuda hipotecaria.

Marco legal

III. La responsabilidad universal del art. 1.911 del Código civil es un principio del Derecho español que no puede ser cuestionado. No obstante, deben desarrollarse, también para los deudores consumidores, supuestos de interés general en los que dicha responsabilidad puede quedar limitada.

IV. La responsabilidad universal por deudas supone que, en situación de *negative equity*, tras la ejecución del inmueble y la consiguiente pérdida de la vivienda habitual, el cliente siga siendo deudor del banco por la diferencia entre la cifra de responsabilidad hipotecaria y el valor de ejecución del inmueble.

(68) PULGAR, *cit.*, pp. 70.

V. Con la pérdida de la vivienda y la deuda pendiente, con inclusión en los registros de morosos, se agrava el riesgo de exclusión financiera y social.

VI. La crisis económica es un supuesto de caso fortuito, que resultaba imprevisible e inevitable para el cliente, lo cual determina la exoneración de responsabilidad del deudor de buena fe.

VII. La Ley Concursal contempla la paralización de la ejecución de las garantías reales y exoneración del deudor concluido el concurso, limitando de este modo el principio de responsabilidad universal del art. 1911 del Código civil, pero discrimina a los deudores consumidores, quienes no pueden paralizar la ejecución de la hipoteca sobre su vivienda habitual ni quedan liberados de las deudas no satisfechas una vez concluido el concurso. Esta opción legislativa pudiera ser contraria al derecho a la igualdad y se aparta de las recomendaciones de las Naciones Unidas y de las soluciones del Derecho comparado.

Causas de la crisis

VIII. La banca ha concedido crédito de forma irresponsable. Estas prácticas irresponsables hacen perder la confianza en el sistema financiero.

IX. La vinculación de las sociedades de tasación con los grupos bancarios es un conflicto de interés que ha contribuido a agravar la sobrevaloración de los inmuebles.

Justificación de las medidas

X. La banca goza de numerosos privilegios que cuestionan los principios constitucionales de libertad de empresa y de igualdad. Pueden acudir a un prestamista de última instancia y reciben ayudas públicas para superar sus dificultades. Son empresas que se apropian de las ganancias y socializan las pérdidas. Del mismo modo que dichos privilegios pueden ser considerados justificados y razonables, también los clientes de la banca pueden ser beneficiarios de medidas que limitan la libertad de contratación y la responsabilidad universal.

XI. La quiebra familiar tiene un impacto sistémico y debe ser abordada con medidas similares a las que recibe la banca.

Papel del Banco de España

XII. El Banco de España debe asumir que la protección del cliente es un prerrequisito para la estabilidad bancaria

XIII. El Banco de España debe reforzar su independencia para evitar la captura del supervisor por la industria financiera. Debería crearse un comité consultivo en el que tengan voz permanente los representantes de los usuarios de los servicios financieros.

XIV. El Banco de España, en defensa de la estabilidad bancaria y en protección del cliente bancario, debe abordar sin demora actuaciones específicas destinadas a evitar la exclusión financiera de aquellas personas que hayan perdido su vivienda habitual y mantengan una deuda con los bancos.

XV. Las autoridades de consumo carecen en general de los medios y conocimientos suficientes para gestionar los problemas que plantea el sobreendeudamiento de los consumidores.

Medidas preventivas

XVI. Las entidades bancarias tienen una obligación de asesorar al cliente sobre el contenido y los riesgos del préstamo hipotecario. No pueden descargar esta labor de asesoramiento técnico sobre el Notario.

XVII. El sobreendeudamiento del consumidor requiere mecanismos de resolución que sean eficientes, claros y accesibles.

XVIII. Debería ser obligatorio agotar la vía de la mediación antes de proceder a la ejecución hipotecaria.

XIX. Desde el punto de vista de la solvencia bancaria y la estabilidad del sistema financiero sería preferible la aprobación de un plan de pagos, con la posibilidad de mantener el uso de la vivienda en alquiler.

XX. Debe confirmarse la vigencia de la llamada al margen con aviso al acreedor en caso de que el valor del inmueble hipotecado descienda un 20% del valor de la tasación original (que estaba contenido en el art. 5 de la Ley de regulación del mercado hipotecario), aclarando que es un deber del banco solicitar la ampliación de garantías y un derecho del cliente recibir un aviso de la bajada del precio del inmueble hipotecado.

Medidas paliativas

XXI. Se debería llegar a un acuerdo político asumido por la industria bancaria, incluyendo una moratoria en el pago de las hipotecas.

XXII. Las entidades deberían aprobar un Reglamento interno de comercialización y ejecución de préstamos hipotecarios, según el modelo de Código de Conducta aprobado por el Gobierno.

XXIII. La Guía de acceso al préstamo hipotecario que debe elaborar el Banco de España también debería recoger las buenas prácticas en materia de ejecución hipotecaria.

XXIV. El Banco de España, a través de su Servicio de Reclamaciones, tiene la autoridad y dotación adecuada para resolver sobre aquellos casos en que haya existido una incorrecta aplicación de las normas de conducta o de protección de los consumidores. En estos casos de concesión irresponsable de crédito la entidad concedente del crédito debe verse obligada a pactar un plan de pagos por parte del cliente y, en su defecto, aceptar la dación en pago.

XXV. Con el fin de evitar la usura, los intereses de demora deben quedar limitados a dos veces el interés legal del dinero según criterio jurisprudencial.

XXVI. Debería potenciarse el sistema de Subastas judiciales electrónicas del Ministerio de Justicia, como mecanismo que contribuye a minimizar el problema de la deuda subsistente tras la ejecución hipotecaria.

BIBLIOGRAFÍA BÁSICA

AA.VV.: *Endeudamiento del consumidor e insolvencia familiar*, coordinado por CUENA CASAS, Matilde y COLINO MEDIAVILLA, José Luis, Thomson-Civitas, Pamplona, 2009.

BASSOLS COMA, Martín: «El derecho a la vivienda ante la crisis económica y el cambio climático: intervención de las administraciones públicas ante situaciones de vulnerabilidad social y urbanística», *Revista general de legislación y jurisprudencia*, ISSN 0210-8518, núm. 1, 2011, pp. 13-42

BUSTO LAGO, José Manuel (coord.): *El consumidor ante la crisis económica vivienda, mercado hipotecario y concurso: actas de la reunión científica celebrada en la Facultad de Derecho de la Universidad de A Coruña*, A Coruña, 12-13 de noviembre de 2009, Universidade da Coruña, Servicio de Publicaciones, 2010.

CARRASCO PERERA, Ángel: «Tener y no tener un derecho subjetivo a la vivienda», *Actualidad jurídica Aranzadi*, ISSN 1132-0257, núm. 814, 2011, p. 3.

CASTILLA CUBILLAS, Manuel: «La responsabilidad patrimonial limitada en los préstamos hipotecarios como instrumento de modulación de los precios inmobiliarios», *Actualidad Civil*, núm. 12, Quincena del 16 al 30 junio 2011, p. 1355, tomo 1, Editorial La Ley.

CONSEJO DE CONSUMIDORES Y USUARIOS: *Dictamen de iniciativa propia del Consejo de consumidores y usuarios relativo a la situación de endeudamiento y sobreendeudamiento financiero de las familias en la actual situación de crisis Económica y del crédito,* Madrid, 10 de febrero de 2009.

CUENA CASAS, Matilde: «Algunas deficiencias de la ley concursal ante la insolvencia de la persona física», <http://eprints.ucm.es>.

NASARRE AZNAR, Sergio: «Malas prácticas bancarias en la actividad hipotecaria», *Cuadernos Digitales de Formación*, CGPJ, 2011, vol. 9; publicado también en *Revista crítica de derecho inmobiliario*, año núm. 87, núm. 727, 2011, pp. 2665-2737.

ORDÁS ALONSO, Marta: «La contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios en la Ley 2/2009, de 31 de marzo», *Aranzadi Civil*, núm. 2, 2009, pp. 2137 y ss.

PULGAR EZQUERRA, Juana: «Concurso y consumidores en el marco del estado social del bienestar», *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, núm. 9, 2008, pp. 43-73

TRUJILLO DÍEZ, Iván Jesús: *El sobreendeudamiento de los consumidores*, Granada, 2003.

ZABALETA DÍAZ, Marta: «El concurso del consumidor», *Anuario Facultad de Derecho – Universidad de Alcalá III* (2010), pp. 301-331.

ZUNZUNEGUI, Fernando: *Derecho del Mercado Financiero*, 3.ª edición, Marcial Pons, Madrid, 2005.

LA CUENTA CORRIENTE A LA LUZ DE LA LEY DE SERVICIOS DE PAGO (Y DE LAS NORMAS DE TRANSPARENCIA)(*)

M.ª CONCEPCIÓN PABLO-ROMERO GIL-DELGADO

Profesora Titular de Derecho Mercantil. Universidad Pública de Navarra

RESUMEN

La cuenta corriente, como toda la contratación bancaria en su vertiente jurídico-privada, no tiene en nuestro Derecho un régimen legal articulado que regule de forma sistemática y organizada todo el contrato. La Ley de Servicios de Pago ha venido a paliar esta falta de regulación ya que además de establecer el régimen de las diversas operaciones de pago establece algunas normas para el contrato marco al que se vinculan dichas operaciones. Y la cuenta corriente, cuya característica principal es el servicio de caja, en cuanto contrato normativo que rige las condiciones de los ingresos y los pagos que una entidad de crédito realiza por orden de su cliente entra de lleno en esa calificación. Por otra parte, a partir de la Ley de Economía Sostenible el Ministerio de Economía ha establecido las reglas de transparencia y protección de la clientela en todas las operaciones de las entidades de crédito. Todo este conjunto de normas merece nuestra atención para valorar cual su incidencia en la relación jurídico— contractual entre la entidad de crédito y el cliente, en cuanto partes del contrato de cuenta corriente bancaria.

Palabras clave: *Contratación bancaria, cuenta corriente, servicios de pago, transparencia.*

ABSTRACT

This contribution deals with the new rules on current accounts after the Payment Services Law. The Spanish regulation on banks contracts is not a whole harmonic regulation, at least in its private aspects. The Payment regulation serves the purpose of establishing the rules for the different means of payments, but also establishes a few rules on Frameworks contracts. And current account, being mainly the contract that establishes the conditions ruling the regular transactions between a client and a bank, both withdrawals and deposits, is the most representative of the frameworks contracts. Moreover, the Ley de Economía Sostenible, ordered the Government to develop the rules of transparency (including requirements of information) to ensure clients protection, especially consumers. Both payments and protection regulation touch the private aspects of the legal relations between the bank and the client.

Key words: *Bank contracts, current account, payment services, transparency.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. RÉGIMEN LEGAL DE LA CUENTA CORRIENTE BANCARIA.

(*) Este trabajo se inscribe en el marco del Proyecto de Investigación titulado «Operaciones bancarias de activo y pasivo en el contexto de crisis económica: hacia la unificación de la contratación privada» dirigido por la profesora M.ª Ángeles EGÚSQUIZA BALMASEDA, Catedrática de Derecho Civil de la Universidad Pública de Navarra, y financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación. Número de referencia DER2011-23281.

III. LA CONCLUSIÓN DEL CONTRATO: LA INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL Y LA ENTREGA DE LA DOCUMENTACIÓN.

1. La obligación de información.

A) El contenido de la información.
B) La forma de la documentación.
C) Las consecuencias del incumplimiento.

2. La entrega de la documentación contractual.

IV. MODIFICACIÓN Y RESOLUCIÓN DEL CONTRATO.

1. La modificación del contrato.

2. La resolución del contrato.

A) Gastos generados por la resolución.
B) Consecuencias de la resolución: la cancelación de la cuenta.

V. LA OBLIGACIÓN DE INFORMACIÓN DURANTE LA VIGENCIA DEL CONTRATO.

1. Generalidades.

2. El contenido y la forma de la información.

3. Los gastos de la información.

4. La frecuencia de la información.

5. Divergencia entre la comunicación y la operación.

I. INTRODUCCIÓN

La cuenta corriente es una de las operaciones más frecuentes en la actividad de las entidades de crédito, utilizándose como el contrato básico esencial para establecer todo tipo de relaciones con los clientes, y tenemos que verla tanto como el presupuesto (emisión de cheques) o la consecuencia de otro tipo de operaciones (depósitos a la vista) y cuya función principal, además de ordenar la contabilidad de la entidad con el cliente, es facilitar los movimientos de fondos, sean estos ingresos o pagos.

Si bien en un momento inicial la cuenta corriente está unida al depósito de dinero como pacto accesorio suyo, destinado a facilitar la movilización del dinero depositado, mediante reposiciones al depositante o mediante pagos que el Banco realizaba a favor de terceras personas[(1)], en el momento actual la cuenta corriente bancaria constituye un contrato autónomo que tiene como principal característica permitir al cliente hacer uso del llamado servicio de caja, por el cual el cliente puede disponer del dinero existente en la cuenta mediante diversos mecanismos de pago (retirada de fondos en efectivo, ordenar transferencias, emitir cheques, atender pagos domiciliados…) y realizar ingresos también

(1) GARRIGUES, J.: *Contratos bancarios,* 2.ª ed., Madrid, 1975, pp. 114 y ss.

por distintos sistemas (ingresos del titular, pagos realizados por terceros…, etc.), y que sobre el principio de compensación continua permite al cliente y al banco determinar el saldo resultante en cada momento a favor del cliente o de la entidad.

Desde luego que la base sobre la que se sustenta la cuenta corriente bancaria es la existencia de fondos previamente abonados en ella, que se ven consumidos o incrementados según las operaciones que se van asentando respectivamente en el debe o en el haber de la cuenta, pero esos fondos y esa disponibilidad de la cuenta pueden venir como consecuencia de múltiples operaciones, por lo que se dice que la cuenta corriente tiene un carácter instrumental ya que siempre existirá otra operación bancaria que es la que justifica la existencia de la cuenta, siendo la cuenta la forma o el mecanismo de contabilizar todos los ingresos y pagos. Sirve, por tanto, para ordenar las distintas relaciones que mantiene la entidad con el cliente e identificar todas las operaciones que tenga con él, actuando como el marco contable que, a través de los medios propios de la operativa bancaria, regirá todas las operaciones, activas, pasivas o neutras que se produzcan en la relación del cliente con la entidad bancaria.

La característica más acusada de la cuenta corriente bancaria es el servicio de caja(2), que lo convierte en agente de cobros y pagos de su cliente y en administrador de su dinero, realizando por su cuenta todas las operaciones del mismo, hasta tal punto que decía GARRIGUES que el banquero se obliga a hacer de su caja la caja propia del cliente. Lo que el banco suscribe con los contratantes es la disponibilidad de los fondos con independencia del origen de estos y de quien sea su propietario. La condición de titular no implica *per se* que se ostente derecho de propiedad alguno sobre los fondos depositados, puesto que lo único que atribuye la condición de titular de la cuenta es la facultad de disposición frente al banco en virtud del contrato. Es por tanto fundamental, y de una importancia práctica tremenda, la distinción entre el contrato suscrito con el banco y la relación interna que los titulares tengan entre sí, ya que aquí será donde se dilucide el origen y la propiedad de los fondos habidos en la cuenta.

Siendo la función típica de la cuenta bancaria facilitar la movilización de los cobros y pagos eludiendo la utilización de dinero liquido, sirviéndose para ello del servicio de caja(3) y del acuerdo de compensación, parece claro que la cuenta corriente participa de la naturaleza de los contratos de mandato o comisión gestionando el banco los fondos de la cuenta según las instrucciones recibidas del cliente(4). Por otra parte, la cuenta corriente es un con-

---

(2) Es doctrina generalizada y desde GARRIGUES hasta ahora podemos verla destacada como la principal característica del contrato.

(3) La STS de 24 de marzo de 2006 (RJ 2006/1908) entiende que «el servicio de caja ha de ser encuadrado en nuestro sistema dentro del marco general del contrato de comisión mercantil» (Sentencias de 15 de julio de 1993 [RJ 1993/5805], de 19 de diciembre de 1995 [RJ 1995/9425], de 9 de octubre de 1997 [RJ 1997/7108]) que, en definitiva pertenece al que pudiéramos llamar «género del mandato»: una relación gestoría, un contrato de gestión, en utilidad del cliente que implica un servicio (un *facere* útil, caracterizado por la alienidad del resultado), por cuyo desarrollo la entidad bancaria o financiera percibe una remuneración. De tal relación derivan los deberes de rendición de cuentas, de información (artículos 263 CCom y 1720 CC, un deber reforzado por la Ley 26/1988 de 29 de julio [RCL 1988, 1656,/1782], de Ordenación bancaria e intervención de las Entidades de Crédito), y entre ellos los deberes de actuar conforme a las instrucciones recibidas y, en todo caso, con la *diligentiaquam in suis* (artículo 255 CCom), pues se responde por culpa, cuyo rigor será medido por el parámetro de que se trate o no de un mandato retribuido (artículo 1726 CC)».

(4) La generalidad de la doctrina entiende que se trata de un contrato de comisión o mandato (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «La cuenta corriente y la trasferencia bancaria (observaciones a sus aspectos más discuti-

trato normativo en la medida en que actúa como organizador de las relaciones entre entidad de crédito y cliente y que rige la ejecución futura de operaciones de ingresos y pagos[5].

De lo hasta aquí dicho se desprende que estamos ante un contrato de gestión cuyo presupuesto principal es la existencia de fondos en la cuenta, bien porque estén en ella depositados o porque se haya pactado expresamente la disponibilidad de los mismos o porque el banco autorice los pagos aun sin fondos por la confianza que le merece el cliente dejando la cuenta al «descubierto». En segundo lugar, se trata de un contrato remunerado, en el que el banco, como el comisionista, cobra un precio por el servicio prestado o la gestión realizada, bien entendido que las comisiones cobradas por los bancos deben traer su causa en un servicio real y efectivamente prestado[6]. La entidad bancaria debe actuar siguiendo las instrucciones del cliente y en interés de este, y en el que la responsabilidad de la entidad será la propia del comisionista[7]. Las instrucciones del cliente y la actuación del banco se determinan mediante las condiciones generales establecidas por los bancos, por lo que habrá que tener en cuenta los principios básicos de la legislación de condiciones generales de la contratación y las normas de protección del consumidor y de la clientela de servicios bancarios.

II. RÉGIMEN LEGAL DE LA CUENTA CORRIENTE BANCARIA

La cuenta corriente, que no está regulada como tal en nuestro ordenamiento jurídico, es sin embargo un contrato típico de la negociación bancaria. Tradicionalmente, la proble-

---

dos)», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 86, 2002, p. 103 a 137); EMBID IRUJO, J.M.: «Cuenta corriente bancaria. El servicio de caja. La información. La responsabilidad», en ALONSO UREBA, *Instituciones del Mercado Financiero II*, La Ley, Madrid, 1999, pp. 416-417; VALENZUELA GARACH, F.: «Las actividades de gestión en el servicio de caja», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 238, 2000, pp. 1573 a 1642; VALPUESTA GASTAMINZA, E.: «El contrato de cuenta corriente», en CUESTA RUTE (director), *Contratos Mercantiles III*, 2007, p. 129) o con algunas características de otros contratos que lo llevan a la categoría de los contratos mixtos (VEGA PÉREZ, F.: «La domiciliación bancaria de recibos», en *Revista de Derecho Mercantil* núm. 14, 1984 pp. 345-387). En cambio GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *Las entidades de crédito y sus operaciones*, Marcial Pons, Madrid, 2206, p. 301 y ss., entiende que es un contrato de compensación atípico y complejo, cuya causa y objeto primordial es el establecimiento de un régimen de compensación convencional. Y que es un contrato atípico, situado cerca de la comisión aunque con elementos propios y característicos como el servicio de caja fue ya resaltado por GARRIGUES en *Contratos bancarios*, p. 122 y ss.

(5) LOBATO DE BLAS, J.: y MADRAZO LEAL, J.: («Aproximación al régimen concursal de la compensación en el contrato de cuenta corriente bancaria desde la perspectiva de régimen conflictual comunitario de la compensación en el concurso», en *Estudios de Derecho Español y Europeo,* Libro conmemorativo de los primeros 25 años de la Facultad de Derecho de la Universidad de Cantabria, Santander, 2009, pp. 463-479), dicen que la función económico-social atribuida a la cuenta corriente bancaria radica en agilizar el proceso de verificación de cobros y pagos, principalmente a través del servicio de caja, secundariamente mediante un acuerdo de compensación, eludiendo las dificultades y riesgos que presenta el pago en metálico, sustituyendo la movilización del dinero líquido por los servicios de caja y el acuerdo de compensación, manifestación del carácter normativo del contrato en cuestión.

(6) Por esta razón se han considerado improcedentes comisiones cobradas por descubiertos [por ejemplo, SAP Madrid (Sección 21.ª) de 1 de junio 2010, AC 2010/1057). Sobre la comisión de descubierto, GONZÁLEZ NAVARRO, B.: «La apertura de descubierto», en PULGAR EZQUERRA, J.: (Director): *Tendencias actuales en torno al mercado del crédito,* Marcial Pons, Madrid, 2010, pp. 285-317.

(7) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «La cuenta corriente y la trasferencia bancaria (observaciones a sus aspectos más discutidos)», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 86, 2002, pp. 103 a 137; FERRANDO VILLALBA, L.: «Problemas derivados de la cotitularidad indistinta de cuentas bancarias», en CUÑAT EDO/BALLARÍN (directores), *Estudios de Jurisprudencia Bancaria*, Aranzadi, 2002, p. 265.

mática ha planteado cuestiones tales como la naturaleza del contrato, el servicio de caja, la pluralidad de titulares de la cuenta y la propiedad de los fondos, los descubiertos en cuenta y la reclamación del saldo deudor, la responsabilidad del banco por cheques falsos o la compensación entre cuentas. Junto a ellas han ido apareciendo otras derivadas de las modernización de la contratación bancaria, tales como la contratación a distancia y por medios electrónicos, de la proliferación de servicios de pago, del dinero electrónico y en general de la proliferación de servicios vinculados a las nuevas tecnologías, y todo ello unido, por supuesto, a las exigencias de la libertad de servicios y la libertad de establecimiento enunciadas en los artículos 49 y 56 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), que son esenciales para el buen funcionamiento del mercado interior.

Dentro del mercado de servicios los servicios financieros, en general, y los bancarios, en particular, son esenciales para el buen funcionamiento de las actividades económicas, y la política europea en este ámbito responde al doble objetivo de llegar a lograr un mercado integrado para los bancos y los conglomerados financieros, por un lado, y garantizar el buen funcionamiento de este mercado para ofrecer a los ciudadanos europeos la seguridad necesaria para la utilización de los servicios bancarios, por otro. No es este el lugar para extenderse en el desarrollo de la armonización de los servicios financieros en la UE. Baste decir que la política comunitaria en este sector ha sido muy activa en los últimos años, promulgando diversas directivas que proponen la armonización de los distintos sectores del negocio bancario: contratación, inversión y crédito y dinero electrónico.

Lo primero que llama la atención es que los contratos bancarios quedan englobados en el término más general de servicios financieros, dado que su ámbito de aplicación abarca muchos más aspectos que las meras relaciones contractuales de los bancos con su clientela en los sectores de crédito, pagos e inversión. Además, enfocado su tratamiento desde la prestación de servicios se presta a mayor y más especializada supervisión, que puede ser tratada y regulada desde el ámbito comunitario en sus aspectos reguladores del mercado, mientras que, en cambio, enfocados los problemas desde el punto de vista contractual, quedarían reducidos a la futura e incierta armonización del derecho contractual europeo[8]. Y ni siquiera en las propuestas de armonización más amplias se han querido incluir entre los contratos de servicios los servicios financieros[9].

---

(8) GRUNDMAN, S. y ATAMER, Y.S.: *Financial Services, Financial Crisis and General European contract law. Faillure and challenges of contracting*, Wolters Kluwer, 2011; GRUNDMAN, S.: «European law and Principles on Commercial and Investment Banking Contracts: An Advanced Area of Codification», en HARTKAMP, HESSELINK, HONDIUS, MAK y DU PERRON: *Towards a European Civil Code*, 4.ª ed., KluwerLaw International 2011, pp. 787-817.

(9) El Libro IV.C. (Servicios) del DraftCommonFrame of Reference al regular los contratos de servicios excluye expresamente algunos de ellos, como transportes, seguros, garantías y negocios financieros, por considerar que tienen y deben tener reglas específicas. No es que no sean contratos de servicios ajenos completamente a esta categoría contractual, sino que, siéndolo, sus especiales características aconsejan excluirlos de esta regulación. A mi modo de ver, sin embargo, no pueden dejar de tenerse en cuenta los principios generales de los contratos, como la buena fe o la regla de la razonabilidad (*reasonableness*), así como el trato diferenciado cuando la contratación se realice entre profesionales o con consumidores cuya protección exige normas imperativas. Por otra parte, los deberes de información o las exigencias de documentación por escrito que se regulan en el DCFR están ya muy desarrolladas en el ámbito de los servicios financieros, no sólo en el ámbito del Derecho europeo sino en el Derecho español. Sobre el DCFR, dirigido por VALPUESTA GASTAMINZA, E*., Unificación del Derecho Patrimonial Europeo. Marco Común de referencia y Derecho Español,* Bosch, 2011, que recoge los resultados del proyecto de investigación del Plan Nacional de I+D+i (2004-2007), SEJ 2007-65988/JURI, en el que participamos investigadores de varias universidades españolas.

Las modificaciones producidas en todo el sector financiero, y en particular en el sector de los servicios de pago, en ejecución de la política de armonización del sistema bancario de la UE, llevaron a la publicación de la Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior(10). La transposición de la Directiva supuso la publicación de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, la Orden EHA/1608/2010, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago y, en lo no previsto por ella, los arts. 3, 8 (1, 3, 4 y 5), 10 y 16 de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios y la Circular BE 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España, sobre transparencia de servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos.

La Ley de Servicios de Pago tiene como finalidad estimular la competencia entre los mercados nacionales y asegurar la igualdad de oportunidades para competir, aumentar la transparencia en el mercado y establecer un sistema común de derechos y obligaciones para proveedores y para usuarios en relación con la prestación y utilización de servicios de pago(11). La Ley regula, por un lado, el régimen jurídico de las entidades de pago, sus actividades, contabilidad y auditoría y régimen de supervisión e inspección y, por otro, las operaciones de pago en lo que se refiere a transparencia y requisitos de información, derechos y obligaciones de las partes y reclamación extrajudicial. Pero la Ley incluye en su regulación los contratos marco en lo que se refiere a la modificación (art. 21) y a la modificación de las condiciones generales (art. 22).

La Ley define el contrato marco como un contrato de servicio de pago que rige la ejecución futura de operaciones de pago individuales sucesivas, y que puede estipular la obligación de abrir una cuenta de pago y las correspondientes condiciones.

Y la cuenta corriente bancaria, en cuanto marco normativo que regula las condiciones de los ingresos y los pagos que el banco realice por orden de su cliente, se encuentra afectada directamente por las disposiciones de la Ley de Servicios de Pago y las normas que la desarrollan(12). No creo, sin embargo, que pueda decirse por ello que la cuenta corriente bancaria pueda ser considerada ya un contrato típico, si por ello entendemos los contratos regulados directamente por la legislación, ya que ni la LSP ni la Orden EHA/1608/2010 mencionan a la cuenta corriente ni una sola vez, aunque sí que aparece recogida en la

---

(10) Diario Oficial L 319 de 05-12-2007 pp. 0001-0036. La revista *Noticias de la Unión Europea* dedicó un número monográfico en septiembre de 2009 a *Los Servicios de Pago en la Unión Europea.*

(11) Sobre la Ley: LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M.: *Comentarios a la Ley de Servicios de Pago*, Bosch, Barcelona, 2010; APARICIO GONZÁLEZ, M.L.: «Breve análisis de la Breve análisis de la ley de servicios de pago», *Actualidad jurídica Aranzadi,* núm. 792, 2010, pp. 8-11; HUALDE MANSO, T.: «Algunas cuestiones de la nueva regulación de los servicios de pago desde la perspectiva de sus usuarios: Ley 16/2009 de 13 de noviembre, de servicios de pago y RD 712/2010 de 28 de mayo de Régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago», *Aranzadi civil: revista doctrinal*, núm. 5, 2010, pp. 33-42; ALVARADO HERRERA, L.: «La responsabilidad de los proveedores de servicios de pago en caso de no ejecución defectuosa de operaciones en el proyecto de ley de servicios de pago», en *Derecho del sistema financiero y tecnología* (coord. GUERRERO LEBRÓN, PÉREZ RODRÍGUEZ, MADRID, PARRA), Marcial Pons, Madrid, 2010 p. 193 a 208. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «El nuevo régimen de los servicios de pago en España», en *Estudios de Derecho Mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, Civitas (Thomson-Reuters), Cizur Menor, 2010, pp. 1645-1660.

(12) Por ser un contrato instrumental le son también aplicables aquellas disposiciones que regulan los contratos que operan a través de ella.

Orden EHA/2899/2011y en la Circular BE 5/2012, que la vinculan con los depósitos a la vista. Sigue siendo, por tanto, un contrato típico de la actividad de las entidades de crédito, pero solo nombrado en algunas disposiciones que le son aplicables.

Todo ello ha venido a variar el enfoque —al menos formalmente— desde el que debe contemplarse la problemática suscitada por la cuenta corriente. No significa esto que en la cuenta corriente aparezcan ahora cuestiones nuevas y desconocidas —muchas de ellas ya han sido tratadas en mayor o menor medida por nuestra doctrina y jurisprudencia—, sino que las cuestiones relevantes deben afrontarse desde la perspectiva de la nueva regulación, en la que destacan las exigencias de transparencia de las condiciones y requisitos de información y la protección de la clientela de los servicios bancarios.

III. LA CONCLUSIÓN DEL CONTRATO: LA INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL Y LA ENTREGA DE LA DOCUMENTACIÓN

La cuenta corriente es un contrato consensual que se perfecciona por la concurrencia de voluntades cualquiera que sea el medio que para ello se utilice. Sin embargo, dada la cantidad de información exigida al banco antes de la celebración del contrato y el hecho de que deba entregarse un ejemplar del mismo firmado y que el banco deba guardar una copia firmada por el cliente parece difícil que se dé algún caso de contratos no formalizados por escrito.

La LSP impone a las entidades de crédito en su art. 18 que proporcionen a los usuarios toda la información y condiciones relativas a la prestación de los servicios de pago de un modo fácilmente accesible para ellos. El contenido y alcance de esta obligación queda, sin embargo, delegado al Ministerio de Economía, que las fija, de un modo muy detallado, en la Orden EHA/1608/2010 que, a su vez, en su disposición final primera da una habilitación normativa al Banco de España para que pueda dictar las normas precisas para el desarrollo y ejecución de esta orden, organismo que lo hace mediante la Circular BE 5/2012, de 27 de junio, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos. Por otra parte, el art. 7 de la Orden EHA/2899/2011 establece que las entidades de crédito deberán entregar al cliente el correspondiente ejemplar del documento contractual en que se formalice el servicio recibido.

La legislación, como vemos, exige a las entidades de crédito el cumplimiento de dos obligaciones en el momento de la conclusión del contrato: primera, la de procurar que el contratante tenga toda la información que necesita para tomar su decisión y, segunda, la de entregar la documentación contractual.

1. La obligación de información

No es ninguna novedad obligar a las entidades bancarias a prestar a los usuarios toda la información que sea necesaria[13] para que éstos puedan formar su voluntad rectamente,

(13) Así: Orden PRE/1019/2003, de 24 de abril, sobre transparencia de condiciones de los precios de los servicios bancarios prestados mediante cajeros automáticos; Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización de

con conocimiento exacto de cuales serán sus derechos y obligaciones. Y para justificar esta obligación el preámbulo de la Orden EHA/1608/2010 empieza diciendo que «La existencia de asimetrías informativas entre las dos partes… puede generar importantes desajustes en el funcionamiento de estos mercados», y sigue después: «Habitualmente son los consumidores los que sufren de la desventaja informativa y los que necesitan, por tanto, de una protección adicional para que sus intereses económicos queden protegidos y para que, en definitiva, el mercado opere de manera correcta». Pero de forma paralela a la regulación de los servicios de pago se han ido desarrollando las normas de transparencia, que parten de la necesaria tutela de las relaciones entre las entidades de crédito y su clientela y que son exigibles para el buen funcionamiento del mercado. El desarrollo de las normas de transparencia se ha hecho partiendo del art. 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito; se ha avanzado en distintas áreas sectoriales, pero las normas se habían ido quedando obsoletas, razón por la que la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, trató de llevar a cabo un avance en esta materia y, entre otras medidas, facultaba al Ministerio de Economía y Hacienda para aprobar las normas necesarias para garantizar el adecuado nivel de protección de los usuarios de servicios financieros en sus relaciones con las entidades de crédito, en especial, dice el art. 29.4, respecto a la contratación de depósitos y a las comunicaciones que permitan el seguimiento de las operaciones realizadas por dichos clientes. Así, la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, viene a cumplir este doble objetivo: por un lado, regular en un texto único la normativa básica de transparencia para mejorar su claridad y accesibilidad al ciudadano, y por otro, actualizar el conjunto de las previsiones relativas a la protección del cliente bancario. Y la Circular BE 5/2012 desarrolla el contenido de ambas órdenes. De la combinación de la LSP, la Ley de Economía Sostenible, las órdenes EHA/1608/2010 y EHA/2899/2011 y la Circular BE 5/2012 podemos extraer las normas concretas que regulan tanto la cuenta corriente, en cuanto contrato marco, como las operaciones que en el marco de ella se desarrollen.

Y puesto que se trata de información precontractual la entrega al cliente, dice el art. 11 de la Orden EHA/1608/2010, deberá hacerse con la suficiente antelación a la fecha en que el usuario quede vinculado por cualquier contrato marco u oferta[14]. No sé muy bien cuál es el significado de esta expresión, que parece referirse a la utilización de medios de pago en concreto. Supongo que, tratándose de la información que hay que procurar para la celebración del contrato de cuenta corriente, habrá que facilitarla antes de su conclusión, ya que de otro modo el contratante no tendrá los datos necesarios para estudiar si le conviene o no la oferta. Porque, incluso si los efectos del contrato marco quedaran diferidos en el tiempo, el contratante debe conocer la información necesaria para su conclusión antes de ella. Un caso distinto es que el contrato se haya celebrado a instancias del usuario del servicio de pago a través de un medio de comunicación a distancia que no permita al proveedor de servicios de pago hacerlo antes; el proveedor cumplirá facilitando la información inmediatamente después de la celebración del contrato marco.

---

servicios financieros a distancia destinados a consumidores; Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo. Pero también es una exigencia en la legislación general de consumidores: art. 60.1 Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios.

(14) En igual sentido art. 6 de la Orden EHA/2899/2011.

A) El contenido de la información

La información previa y que luego debe incluirse en el contrato se refiere al contrato mismo y a distintos tipos de operaciones y circunstancias con él relacionadas. No es un modelo de claridad la Orden EHA/1608/2010 en sus arts. 11 y 12, que a veces se refieren al contrato marco mismo y a veces a los instrumentos de pago concretos que se incluyan en el marco y que el contratante pueda posteriormente utilizar, y que hay que completar con la Norma Sexta de la Circular BE 5/2012[15]. La entidad de crédito, según el art. 11 de la Orden, debe informar detalladamente de los siguientes aspectos: 1) Sobre el proveedor de servicios de pago y los datos necesarios para su completa identificación; 2) Sobre la utilización del servicio de pago: incluyendo una descripción de las principales características del servicio de pago que vaya a prestarse, identificador único, procedimiento para prestar el consentimiento, plazos de ejecución, límites a las operaciones de pago; 3) sobre los gastos y tipos de interés y de cambio; 4) sobre la comunicación: la lengua utilizada, los medios, la forma y la frecuencia de esa información, y el derecho del usuario del servicio de pago a recibir en cualquier momento las condiciones contractuales del contrato marco y la información y las condiciones; 5) Sobre las responsabilidades y sobre los requisitos necesarios para la devolución; 6) sobre la duración del contrato marco, el derecho el derecho a rescindir un contrato marco y cualesquiera acuerdos relativos a la rescisión de conformidad, así como la advertencia de que se considerará que el usuario de servicios de pago acepta modificaciones de las condiciones establecidas a menos que notifique lo contrario al proveedor de servicios de pago con anterioridad a la fecha propuesta para la entrada en vigor de las modificaciones, y la duración del contrato; y 7) sobre la ley aplicable, el órgano jurisdiccional competente y los procedimientos de reclamación y de recurso extrajudicial a disposición del usuario.

Se trata de una información exhaustiva que hace que en la práctica la documentación que recibe el contratante es inmensa y no del todo comprensible fácilmente, a menos que se ponga una cuidada y atenta diligencia para su comprensión. Y me permito dudar de si tales exigencias tienen de verdad el efecto de facilitar la información, ya que en el ámbito de los servicios bancarios el lenguaje y la complejidad de los términos están lejos de resultar asequibles[16].

B) La forma de la documentación

La información deberá entregarse al usuario en papel u otro soporte duradero y la manera más sencilla de cumplir con esta obligación es, y así lo contempla la Orden EHA/1608/2010, que la entidad entregue una copia del borrador del contrato marco (art. 11). Para los casos en que se formalice el contrato electrónicamente mediante firma digitalizada y para los contratos a distancia habrá que respetar lo dispuesto en la Ley 22/2007,

(15) La Circular en su norma sexta 2.1 desarrolla de una manera mucho más detallada el contenido de los depósitos a la vista y de ahorro, cualquiera que sea la forma en que se instrumenten, tales como cuentas corrientes, libretas de ahorros o semejantes.

(16) En este sentido, refiriéndose a los servicios financieros a distancia, GUISADO MORENO, A.: «Servicios financieros prestados a distancia. El derecho de información previa del consumidor», en PULGAR EZQUERRA (dir.) VARGAS VASSEROT (coord.), *Tendencias actuales en torno al mercado del crédito*, p. 318.

sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores. En cualquier caso, dice el art. 13, el usuario tendrá derecho, en cualquier momento de la relación contractual, y cuando lo solicite, a recibir en papel o en otro soporte duradero las condiciones contractuales del contrato marco, así como la información y las condiciones contempladas en el artículo 12 de la Orden.

Para que la información cumpla verdaderamente su función debe ser comprensible, cierta y objetiva, eficaz y suficiente(17). Y parece que la regulación actual tiene presente estas ideas al establecer cuál debe ser el contenido de la información y al decir en el art. 6 de la Orden EHA/2899/2011 que la información precontractual que se entregue al cliente debe ser clara, oportuna y suficiente, objetiva y no engañosa.

La información que se facilite al usuario, así como las condiciones generales del contrato, debe estar redactada en términos fácilmente comprensibles, de manera clara y legible, en castellano o en cualquiera de las demás lenguas españolas oficiales de las respectivas Comunidades Autónomas en las que se preste el servicio de pago o en cualquier otra lengua acordada entre las partes. Se trata de que la información que reciba el cliente sirva para proporcionarle un adecuado conocimiento de los aspectos jurídicos y económicos del contrato que le proponen(18).

Pero el deber de información exige un comportamiento activo de la entidad e impone a las entidades el deber de facilitar a todo cliente las explicaciones adecuadas y suficientes para comprender los términos esenciales de todo servicio bancario ofertado para que adopte la decisión correspondiente suficientemente informada. El deber de diligencia de la entidad va más allá de la mera información técnica porque se exige que la información se dé al cliente teniendo en cuenta sus necesidades y su situación financiera. Pero es que, además, debe aclararle el contenido de la información y de las comunicaciones que se le envíen, y también le debe informar sobre las consecuencias que la celebración de un contrato puede tener para el cliente. Entiendo que esto no debe interpretarse hasta el punto de hacer que la entidad deba dedicar esfuerzos extraordinarios en el cumplimiento de este deber, sino que estas explicaciones deberán ser dadas de forma comprensible, en lenguaje llano y sin complicaciones.

Por último, para facilitar la comprensión y llamar la atención del cliente sobre algunos aspectos del contrato, parte de la información, relativa a los aspectos más relevantes del contrato, debe ser resaltada en la documentación que se entregue al usuario, y así se establece en el art. 11 de la Orden EHA/2899/2011 y en la Circular BE 5/2012 (norma

---

(17) RUIZ JIMÉNEZ, J.: «La información de los consumidores en el ámbito comunitario», en *Libro Homenaje al Profesor Manuel Amorós Guardiola I*, Centro de Estudios, Madrid, 2006, p. 656.

(18) Hay mucha bibliografía sobre la transparencia y la protección del cliente bancario. Pueden verse, por ejemplo: ANDREU MARTÍ, M.M.: *La protección del cliente bancario*, Tecnos, 1998. MIRALLES SÁEZ, E. «La protección del cliente en la relación bancaria», en SEQUEIRA, GADEA, SACRISTÁN (dir.), *La contratación bancaria*, Dykinson, 2008, p. 277. En relación con la contratación electrónica: VIERA GONZÁLEZ, A.J.: «Comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores» en SEQUEIRA, GADEA, SACRISTÁN (dir.), *La contratación…*, *cit*., p. 165; MAYORGA TOLEDANO, M.C.: «La protección del consumidor en la contratación electrónica bancaria», en MADRID, PARRA, A. (dir.), *Derecho del sistema financiero y tecnología*, Marcial Pons, 2010, pp. 259-280; GUISADO MORENO, A.: «Servicios financieros prestados a distancia. El derecho de información previa del consumidor», en PULGAR (dir.), *Tendencias actuales en torno al mercado del crédito,* Marcial Pons, Madrid, 2010, pp. 369-388.

Séptima, en relación con el anejo 3), en la que se dice que se deberán resaltar la duración del contrato, la circunstancia de que la retribución se condiciona a la contratación de uno o varios servicios accesorios, la tasa anual equivalente, y si la entidad está adherida a un fondo de garantía de depósitos distinto del previsto en el RD 16/2011. Esta es la información destacable y no otra, ya que la propia circular se ocupa de decirnos que no pueden resaltarse otros conceptos distintos de ellos. En cuanto a la forma de resaltar la información, la circular lo deja a criterio de las entidades para que lo hagan de la mejor forma para asegurarse de que llame la atención del cliente respecto de otros distintos incluidos en el mismo contrato. Por otra parte, toda la información debe destacarse de la misma manera, y el medio que se utilice para destacarla no podrá usarse en el documento para otra información, además de incluirse un mensaje que advierta de que la información destacada es especialmente relevante.

C) Las consecuencias del incumplimiento

Nada dicen la LSP o la Orden acerca de las consecuencias del incumplimiento de la obligación de información, siendo el art. 51 la única referencia al incumplimiento para decir que les será de aplicación, con las adaptaciones que reglamentariamente se determinen, el régimen sancionador previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, así como el procedimiento sancionador establecido para los sujetos que participan en los mercados financieros.

Desde el punto de vista de la disciplina bancaria, el art. 5.n) de la LDIEC califica como infracción grave el incumplimiento del deber de veracidad informativa debida a sus socios, a los depositantes, prestamistas, y al público en general, y en el art. 10 se establecen las sanciones para las infracciones graves, que pueden ser una de las siguientes: a) multa por importe de hasta el medio% de sus recursos propios, o hasta 500.000 euros si aquel porcentaje fuera inferior a esta cifra, o b) amonestación publica con publicación en el Boletín Oficial del Estado.

Pero desde la óptica del derecho privado no hay prevista consecuencia alguna, no solo en el ámbito de los contratos y servicios financieros, sino tampoco en las normas generales que regulan los contratos en el Ccom. o el CC vigentes. El incumplimiento de la obligación de información puede tener consecuencias diversas. Por un lado, la falta de información o la información sesgada o incompleta puede incidir en la formación del consentimiento del usuario afectando a la validez misma del contrato. Por otro, puede que el incumplimiento no se traduzca en invalidez, sino en la conclusión de un contrato cuyo contenido tenga condiciones desventajosas para una de las partes, en este caso el cliente.

En el primer caso, parece que la solución debe venir por la vía del dolo, el error o la culpa *in contrahendo*, que llevarían a la nulidad y anulación del contrato, con la consiguiente indemnización de forma y la consiguiente responsabilidad la obligación de indemnizar[19].

(19) Señala GARCÍA RUBIO, M.ª P., en «La responsabilidad precontractual en la Propuesta de Modernización del Derecho de Obligaciones y Contratos», *Boletín del Ministerio de Justicia*, núm. 2130, abril de2011, p. 2, que la importancia de la fase que precede a la celebración del contrato y el conjunto de deberes que competen a las partes inmersas en este proceso (sobre todo el deber de información) ha crecido de manera exponencial en los últimos decenios, como demuestra el aumento espectacular de las normas que, tanto a nivel internacional y comunitario como estatal, se

Ni que decir tiene que el alcance de esta información habrá que valorarlo en el conjunto de las declaraciones de las partes y en función del principio de buena fe contractual de los arts. 1258 CC y 57 del Ccom. Con ello obtendremos una protección eficaz, si lo consideramos como una concreción del deber de buena fe que debe presidir el proceso de formación de los contratos, por lo que en su incumplimiento debe ponderarse su influencia en la modulación del error y del dolo como causa de anulación del contrato[20]. La solución sí que está prevista para los servicios comercializados a distancia con consumidores, ya que el art. 9.4 de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, establece que «el incumplimiento de los requisitos relativos a la información previa que se deriven de los contratos, así como los relativos a la comunicación de dicha información previa, podrá dar lugar a la nulidad de los contratos, de acuerdo con lo previsto en la legislación española».

En el segundo caso, la solución debe venir dada por la vía de una posible reclamación de la modificación del contrato que restableciera *ex post* el equilibrio entre las partes que la violación de la obligación de información eliminó *ex ante* acompañada, en su caso, de la indemnización o la reducción del precio[21]. La modificación del contrato se puede deducir de lo dispuesto en el art. 65 del Texto Refundido de la LGDCU, a cuyo tenor «Los contratos con consumidores y usuarios se integrarán, en beneficio del consumidor, conforme al principio de la buena fe objetiva, también en los supuestos de omisión de información precontractual relevante», y cabe preguntarse si no puede generalizarse esta solución e interpretar e integrar del mismo modo los contratos con no consumidores[22]. Y yo creo que así debe hacerse, sobre todo porque con la legislación sobre transparencia bancaria no se pretende sólo la protección del consumidor sino la de toda la clientela. Lo que no está tan claro es la posible reclamación de los daños y perjuicios basada en la violación de la buena fe precontractual proyectada sobre el contrato celebrado en condiciones desventajosas[23].

---

refieren a esta etapa en la vida del contrato. Y desde luego es también creciente el número de trabajos doctrinales que se dedican a esta materia. Entre otros: CABANILLAS SÁNCHEZ, A.; «El ámbito de responsabilidad precontractual o culpa in contrahendo», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 628, 1995, pp. 747-788; GARCÍA RUBIO, M.ª P.: *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, Tecnos, Madrid, 1991; GAMARRA SAGARRA, J.: «Naturaleza jurídica de la responsabilidad contractual», *Revista Crítica de Derecho Privado*, 2005, núm. 2, pp. 11-19; GÓMEZ CALLE, E.: *Los deberes precontractuales de información*, Madrid, 1994; TOMAS MARTÍNEZ, G.: «Naturaleza de la responsabilidad precontractual en la armonización jurídica europea», *Revista de Derecho*, núm. 1, 2010, pp. 187-210; VALES DUQUE, P.: «La responsabilidad precontractual o culpa in contrahendo», *Libro Homenaje al profesor Manuel Amorós Guardiola,* vol. I, Centro de Estudios, Madrid, 2006, p. 713-748.

(20) VIERA GONZÁLEZ, A.J.: «Comercialización a distancia», *cit*., p. 165. Sobre los deberes precontractuales en general puede verse GÓMEZ CALLE, E.: *Los deberes precontractuales de información* Madrid, 1994, pg. 12 y ss. En el ámbito del Derecho europeo, GARCÍA RUBIO y OTERO CRESPO: *La responsabilidad precontractual en el Derecho Europeo*, Indret, 2010.

(21) Esta solución es la prevista en el Draft Common Frame of Reference (DCFR) II.-7:203: Adaptation of contract in case of mistake y 7:204: Liability for loss caused by reliance on incorrect information.

(22) GARCÍA RUBIO, M.ª P.: «La responsabilidad precontractual en la Propuesta de Modernización del Derecho de Obligaciones y Contratos», *Anuario de Derecho Civil*, 2010, IV, pp. 1621-1642.

(23) La propuesta de Anteproyecto de ley de Modernización del Derecho de Obligaciones y Contratos, de la Comisión General de Codificación, publicada en el Boletín de Información del Ministerio de Justicia en enero de 2009, en su artículo 1301 abre la posibilidad de anulación o modificación del contrato al decir que «Una de las partes puede anular el contrato que, en el momento de su celebración, otorga a la otra parte una ventaja excesiva si, teniendo en cuenta la naturaleza y fin de aquél, resulta que se ha aprovechado injustamente de una situación de dependencia, de

Y la solución deberá venir, una vez integrado el contrato, en beneficio del perjudicado, conforme al principio de buena fe objetiva en los supuestos de omisión de información precontractual relevante —entiendo que también de información sesgada o incorrecta— por la vía de la aplicación de la regla del art. 1101 CC, por la cual «quedan sujetos a la indemnización de los daños y perjuicios causados los que en el cumplimiento de sus obligaciones incurrieren en dolo, negligencia o morosidad, y los que de cualquier modo contravinieren al tenor de aquéllas», y partiendo siempre de la idea que el contrato no es tan solo lo contenido o referido en el marco del documento contractual, sino que comprende, además, el conjunto del entendimiento común de los contratantes, rectamente interpretado, así como lo que resulte de la integración de las lagunas contractuales según el art. 1258 del CC[24].

Lo que sí regula, en cambio, la Orden es a quién corresponde la carga de la prueba, señalando en su art. 20 que recaerá sobre el proveedor de servicios de pago, lo cual es lógico teniendo en cuenta que el perjudicado por el incumplimiento del deber de información no debe soportar también la obligación de probarlo, y mucho más cuando nos estamos moviendo en el ámbito de la protección de la clientela.

2. La entrega de la documentación contractual

La entidad de crédito tiene la obligación de entregar al cliente, con independencia de que este lo solicite o no, un ejemplar del documento contractual, en que la cuenta corriente se haya formalizado. Así lo establece el art. 7 de la Orden EHA/2899/2011 y lo completa la Norma Novena de la Circular, que dice que será obligatoria la entrega al cliente del documento contractual en el que se formalice la prestación de los servicios bancarios comprendidos en el ámbito de aplicación de la Orden, incluidos los documentos contractuales en los que se acuerde con el cliente la posibilidad de acceder a los sistemas telefónicos o electrónicos que permitan la contratación o utilización de los servicios bancarios ofrecidos por la entidad.

La entrega del documento debe hacerse de manera gratuita, mediante copia en papel entregada al cliente en el acto de contratación o mediante envío postal posterior o en soporte electrónico que permita su lectura, impresión, conservación y reproducción sin cambios. Dedica la Circular reglas especiales para el caso de los contratos formalizados electrónicamente mediante firmas manuscritas digitalizadas, en cuyo caso la entidad entregará a las partes intervinientes el contrato en soporte papel y/o en soporte electrónico duradero, en el que se reflejarán las firmas digitalizadas y en el que, si alguna de las partes hubiera firmado mediante firma electrónica avanzada, se hará constar la fecha de esta, la referencia y la autoridad certificadora. Si alguna de las partes intervinientes lo solicitara, la entidad remitirá el contrato, por correo electrónico, a la dirección que esta le hubiese

---

extraordinarias dificultades económicas o de necesidad apremiante, o de su ignorancia, de su inexperiencia o falta de previsión. A petición de la parte perjudicada, puede el Juez introducir en el contrato aquellas modificaciones que sean necesarias para adaptarlo a las exigencias de la buena fe y lo que sea usual en el tráfico jurídico». Pero en ella no se recoge regla alguna que permita al perjudicado reclamar los daños y perjuicios causados por la violación de la buena fe contractual proyectada sobre el contrato desventajoso.

(24) GÓMEZ POMAR, F.: «El incumplimiento contractual en el Derecho Español», *InDret*, julio de 2007, p. 7.

facilitado[25]. Para asegurar el cumplimiento de la obligación de entrega, la circular impone a las entidades que pidan también al cliente, en el momento de la firma del contrato, la firma de un recibí de la copia del documento. La entidad debe retener y conservar este recibí, así como una copia del documento contractual firmado por el cliente.

Por otra parte, el documento entregado debe corresponderse con lo pactado por las partes. Nada dicen la LSP, la Orden o la Circular acerca de las consecuencias de la falta de correspondencia entre lo que refleja el documento y lo efectivamente pactado. Desde luego, yo creo que no debe sufrir las consecuencias de la divergencia quien no dio lugar a ello, pero el documento contractual debe tener el valor probatorio de lo escrito. La cuestión es si el cliente ha tenido ocasión de mostrar su discrepancia rápidamente, en cuyo caso sería posible una rectificación, o si el cliente ha dejado pasar el tiempo sin hacer nada. Y en este caso tampoco sería razonable, por más que le perjudique la discrepancia, a menos que hubiera mala fe por parte de la entidad de crédito, favorecer la pasividad del cliente. El problema será doble: por un lado, hay que demostrar la divergencia y, por otro, habrá que demostrar la diligencia del cliente o la mala fe de la entidad de crédito.

IV. MODIFICACIÓN Y RESOLUCIÓN DEL CONTRATO

1. La modificación del contrato

La LSP dedica especial atención al régimen de modificación y resolución de los contratos marco de servicios de pago en sus arts. 21, que se refiere a la resolución, y 22, que regula la modificación del contrato. En principio, la modificación de la cuenta corriente, en cuanto contrato bilateral y de duración indefinida, debe hacerse por acuerdo de las partes[26], y cualquiera de los contratantes puede proponerla. La ley, sin embargo, dedica toda su atención a las propuestas de modificación formuladas por la entidad de crédito. El art. 22.1 de la LSP dispone que el proveedor de servicios de pago deberá proponer cualquier modificación de las condiciones contractuales y de la información y las condiciones a que se refiere el art. 18 de manera individualizada, en soporte papel u otro soporte duradero, con una antelación no inferior a dos meses respecto de la fecha en que entre en vigor la modificación propuesta. La Orden desarrolla el contenido de este precepto en el art. 17, que remite al 11, que a su vez remite al 12 y que, con una pésima técnica normativa, hace difícil la comprensión de su contenido[27].

---

(25) Y en los contratos que se formalicen a distancia deberá respetarse lo dispuesto en la Ley 22/2007, sobre comercialización de servicios financieros a distancia destinados a consumidores.

(26) El art. 85.2 del TRLGDCU establece que son nulas las cláusulas que reserven a favor del empresario facultades de interpretación, o modificación unilateral del contrato salvo que concurran motivos válidos recogidos en el contrato y, por lo que se refiere a los contratos de servicios financieros, lo anterior se entenderá sin perjuicio de las cláusulas por las que el empresario se reserva la facultad de modificar sin previo aviso el tipo de interés adeudado por el consumidor o al consumidor, así como el importe de otros gastos, cuando aquellos se encuentren adaptados a un índice, siempre que se trate de índices legales y se describa el modo de variación del tipo, o en otros casos de razón válida, a condición de que el empresario esté obligado a informar de ello en el más breve plazo a los otros contratantes y éstos puedan resolver inmediatamente el contrato sin penalización alguna.

(27) LÓPEZ JIMÉNEZ, *Comentarios a la Ley*…, *cit*., p. 543.

La modificación propuesta por la entidad debe llegar al usuario con suficiente antelación con respecto a la fecha en que ha de quedar vinculado. Sin embargo, el art. 22 de la LSP dice expresamente «con una antelación no inferior a dos meses», por lo que entiendo que la fecha de la modificación debe cumplir siempre ese plazo, aunque nada impide que la entidad pueda ampliarlo. La redacción de la propuesta de modificación, del mismo modo que la propuesta del contrato, debe redactarse de forma que resulte fácilmente comprensible, clara y legible, además de destacarse con claridad (art. 22.1 LSP).

La modificación obligará al cliente a partir de la fecha que así se proponga para ello, pero no ocurre así con las modificaciones que resulten más favorables para el cliente, ya que éstas, incluidos los tipos de interés o de cambio, podrán aplicarse de forma inmediata y sin previo aviso. Para que el cliente quede vinculado por la modificación debe dar su conformidad. En principio, el cliente deberá mostrar su conformidad expresamente, pero para facilitar la continuidad del contrato puede pactarse en el contrato que «cabe considerar que el usuario ha aceptado la modificación de las condiciones en caso de no comunicar al proveedor de servicios de pago su no aceptación con anterioridad a la fecha propuesta de entrada en vigor». En el contrato debe especificarse que el usuario tendrá derecho a resolver el contrato de forma inmediata antes de la fecha propuesta para la modificación, lo que debe interpretarse en el sentido de que si no se pacta esta forma de prestar el consentimiento el usuario tendrá que hacerlo expresamente, o de otro modo no cabrá aplicar la modificación. Por lo que se refiere a los tipos de interés, las modificaciones podrán aplicarse de inmediato y sin previo aviso, siempre que así se haya acordado en el contrato marco y que las variaciones se basen en los tipos de interés o de cambio de referencia acordados. El usuario será informado de toda modificación del tipo de interés lo antes posible, a menos que las partes hayan acordado una frecuencia específica. De la misma manera, si se hubiera acordado un procedimiento de comunicación o de puesta a disposición de la información específico, serán estos los que deban aplicarse.

2. La resolución del contrato

El contrato de cuenta corriente se extingue por cualquiera de las causas legales y convencionales de extinción de los contratos, y así puede extinguirse por la expiración del plazo, por fallecimiento[28] u otras modificaciones en la capacidad del titular o por disolución

(28) En estos casos existe una gran problemática debido a que las entidades bancarias se encuentran ante la incertidumbre de no saber a quién pertenecen los fondos depositados en la cuenta, unido al hecho de que tienen la responsabilidad frente a la Administración tributaria en orden al pago del impuesto sucesorio a cargo de los herederos por la cuota correspondiente al *de cuius* sobre el efectivo o valores en depósito. Véase MUÑOZ PLANAS, *Cuentas bancarias con varios titulares*, Civitas, 2.ª ed., 2003, pp. 279-333. Y, por otra parte, muchos de los conflictos en este tema surgen en relación con las cuentas abiertas por varios titulares de forma indistinta, pues es frecuente que las entidades, en caso de fallecimiento de uno de los cotitulares, no permita al resto disponer de la cuenta, bien total o parcialmente. El Servicio de Reclamaciones del Banco de España mantiene que la solidaridad activa no desaparece con la muerte de un cotitular, de manera que el sobreviviente puede disponer de los depósitos, por sí solo, con independencia de las responsabilidades que los herederos puedan exigir al titular que haya dispuesto de los fondos. Esta es la postura mantenida reiteradamente por el Tribunal Supremo, que también rechaza la presunción de copropiedad de los fondos. La solución debe ser otra en relación con las cuentas conjuntas, pues no cabría la posibilidad de efectuar disposiciones por los cotitulares después del fallecimiento de uno de ellos, dado que es imprescindible el consentimiento de todos

de la sociedad a cuyo nombre estuviese la cuenta[29], pero la LSP contempla, de manera especial, la cancelación o resolución unilateral de esta. La resolución unilateral no se refiere, como es lógico, a la resolución por incumplimiento derivada de la aplicación del art. 1124 del Código Civil. Ni tampoco se refiere a la posibilidad de que las partes puedan solicitar la declaración de la nulidad del contrato. La resolución unilateral, por contra, responde al principio aplicable a los contratos de duración indefinida de que nadie puede ser obligado indefinidamente.

La LSP regula la resolución del contrato en el art. 21, distinguiendo, por un lado, la resolución por iniciativa del usuario y, por otro, la resolución por iniciativa de la entidad bancaria, así como los gastos que puede acarrear la resolución. No aclara mucho la Orden sobre el sentido de este precepto, que parece estar pensado, dice LÓPEZ JIMÉNEZ, para las cuentas a la vista, que son por lo general de duración indefinida, ya que no tiene mucho sentido en las cuentas a plazo[30] ni en las cuentas vinculadas a pólizas de crédito[31]. Y así parece que lo entiende el Banco de España, que en la Circular 5/2012, Norma Sexta 2.1.g) al referirse a la información que debe constar en el contrato establece que hay que detallar los derechos que correspondan a las partes en orden a la resolución del contrato y a la modificación de la retribución pactada o de las comisiones o gastos aplicados, así como el procedimiento a que deban ajustarse tales novaciones contractuales, de acuerdo con la normativa vigente en cada caso.

a) La resolución por el usuario: La LSP prevé en su art. 21 que el usuario del servicio de pago podrá resolver el contrato marco en cualquier momento a menos que las partes hayan convenido un preaviso. El plazo de preaviso no podrá exceder de un mes (art. 21.1). No es muy afortunada la redacción del precepto, que nos deja la duda de si es necesario que el plazo esté previsto en el contrato o no. Si no se prevé nada en el contrato sobre el preaviso, no creo que pueda interpretarse en el sentido de privar al usuario de la facultad de resolución, ya que la facultad de resolución unilateral está implícita en los contratos de duración indefinida. Lo único que puede afirmarse con exactitud es que en el contrato puede pactarse un plazo para la denuncia por el usuario y que este plazo no puede ser superior a un mes en ningún caso, estipulado o no expresamente en el contrato. Lo contrario sería interpretar la norma de una forma contraria a los intereses de los usuarios, en contra de las normas de protección, que es precisamente una de las finalidades de la ley.

En el caso de cuenta corriente con varios titulares se necesita para su cancelación la concurrencia del consentimiento de todos aquellos que lo hubieran prestado para su apertura, con independencia del régimen de disposición de la cuenta y de la posibilidad de que, siendo solidario o indistinto, cualquiera de los titulares pudiese hacer una disposición por el saldo total de la cuenta[32].

---

ellos para efectuar cualquier disposición. En este caso la muerte de uno de los titulares lleva implícito el bloqueo o la paralización de la cuenta hasta que se resuelva la testamentaria del fallecido.

(29) Véase GARCÍA-PITA LASTRES, J.L.: *Las entidades de crédito…*, *cit*., pp. 417-421.

(30) En las cuentas a plazo la resolución a petición del cliente no sería problema, pues habría simplemente que cerrar la cuenta, con devolución al usuario del saldo a su favor o la previa liquidación del posible descubierto.

(31) En este caso no parece lógico que el acreditado pueda poner fin al contrato sin restituir previamente a la entidad las cantidades dispuestas, con los intereses y comisiones correspondientes.

(32) Servicio de Reclamaciones del Banco de España, Memoria 2011.

b) La resolución por la entidad de crédito: El art. 21.3 LSP establece que, «de acordarse así en el contrato marco, el proveedor de servicios de pago podrá resolver un contrato marco celebrado por un período indefinido si avisa con una antelación mínima de dos meses». Pero, al igual que ya he dicho respecto del usuario, no puede pensarse que se limita la facultad de resolución a aquellos supuestos que así se contemplen en el contrato. Quede claro que la facultad de resolución unilateral cabe en todos los casos de contratos indefinidos. Lo que debe constar en el contrato es el plazo de preaviso, entendiéndose que este plazo no puede ser superior a dos meses. Como se ve, se obliga a la entidad a un plazo mayor que el del cliente, precisamente por la idea de toda la ley de que al cliente beneficia y protege que este plazo sea superior. El desarrollo de este punto por la Orden no añade nada a lo previsto por la LSP, limitándose a decir que el preaviso debe realizarse en idénticos términos a los previstos en el art. 11. Esto significa que el aviso habrá que redactarlo de forma comprensible y debe estar redactado de forma clara y legible. Al tratarse de una declaración que debe ser recibida por el cliente no debe quedar ningún género de duda sobre la intención del banco de resolver el contrato y sus circunstancias.

A) Gastos generados por la resolución

La resolución del contrato no puede generar gastos, o al menos gastos excesivos para el cliente. Y por ello nos dice el art. 21.2 que resolución del contrato de duración indefinida o superior a 12 meses será gratuita. En los demás casos los gastos serán apropiados y estarán en consonancia con los costes. Es decir, el usuario abonará los gastos de la resolución, que no deben suponer un precio a modo de comisión por cancelación, sino que deben limitarse al coste que tiene para el proveedor derivado directamente de la resolución y a los costes devengados por el servicio prestado hasta la fecha de la resolución. Además, según el apartado 4 del propio art. 21, de los gastos que se cobren periódicamente por los servicios de pago el usuario solo abonará la parte proporcional adeudada hasta la resolución del contrato. Si se hubieran pagado comisiones por anticipado, se reembolsarán de manera proporcional.

No quiere el legislador que el cobro de los gastos pueda dar lugar a una excesiva carga o impedir la resolución del contrato, sino que se pretende que el usuario tenga la suficiente libertad para decidir si mantiene o no su relación contractual con la entidad bancaria. Lo contrario sería obligar al usuario de una manera indirecta a mantener una relación indeseada convirtiéndola en una relación abusiva.

B) Consecuencias de la resolución: la cancelación de la cuenta

Desde el momento de la cancelación la entidad bancaria debe abstenerse de realizar movimiento alguno aunque existan fondos de los que el cliente no ha dispuesto todavía, dado que el cuentacorrentista puede retirarlos cuando le parezca oportuno. Por otro lado, la entidad debe abstenerse de efectuar adeudos en cuentas canceladas, manteniendo artificialmente la cuenta extinguida con la sola finalidad de mantener el saldo deudor para recibir los tipos de interés causados por los descubiertos. Claro está que sí podrá hacerlo si los cargos son de fecha anterior a la cancelación[33]. Por su parte, el cliente debe de-

(33) MOXICA ROMÁN, J.: *La cuenta corriente…*, p. 158.

volver a la entidad los cheques, libretas u otros documentos que haya recibido por la disposición del saldo.

Una última cuestión se plantea cuando el cliente ha retirado los fondos de la cuenta dejándola a cero pero no ha manifestado su intención de cancelarla. Y la cuestión se plantea porque esta situación genera costes para el banco de mantenimiento de una cuenta en la que el cliente, de hecho, no quiere continuar con esta relación. Desde mi punto de vista la cancelación supone una manifiesta declaración de voluntad dirigida al banco para que éste tenga por cancelada la relación y se abstenga de realizar movimientos en ella. Pero el hecho de dejar la cuenta a cero no supone tal declaración, y esto es así ya que la disposición total del saldo no lleva implícita la cancelación, pues podrá continuar en vigor una cuenta aunque en algún momento no presente saldo positivo(34). Por lo tanto, en principio, el banco estaría legitimado para cobrar, al menos, la comisión de mantenimiento. Sin embargo, dado que el banco no debe realizar operaciones y dejar la cuenta con saldo deudor, no podría cargarlas en la cuenta. De modo que resulta ser un círculo vicioso. El banco no puede cargar gastos para no dejar la cuenta con un saldo deudor, pero no puede cobrarlas. Ante una situación tal, la inactividad del cliente, mantenida durante un tiempo, puede traer como consecuencia la extinción de la cuenta, en cuyo caso la entidad estaría legitimada para cancelarla.

Pero puede suceder también que en la cuenta en la que el cliente no hace movimiento alguno exista un saldo a su favor. En estos casos en que los titulares de las cuentas no efectúen ninguna disposición del saldo depositado durante un amplio periodo de tiempo, que la ley fija en 20 años, y nos encontremos ante una cuenta abandonada o inoperante, sí que está justificada la cancelación de la cuenta. La cuestión que se plantea entonces es qué debe hacer el banco con el saldo resultante si este fuera favorable al cliente. Y la regulación se encuentra en el art. 18 de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, de Patrimonio de las Administraciones Públicas, que establece que «… corresponden a la Administración General del Estado… los saldos de cuentas corrientes, libretas de ahorro u otros instrumentos similares abiertos en estos establecimientos, respecto de los cuales no se haya practicado gestión alguna por parte de los interesados e implique el ejercicio de su derecho de propiedad». Las entidades están obligadas a seguir un procedimiento administrativo especial para alcanzar la declaración administrativa de abandono, contra la que el interesado podría instar el correspondiente procedimiento económico-administrativo.

V. LA OBLIGACIÓN DE INFORMACIÓN DURANTE LA VIGENCIA DEL CONTRATO

1. Generalidades

Obligación principal de la entidad de crédito en el contrato de cuenta corriente bancaria es la de mantener informado periódicamente al titular sobre las operaciones realizadas con cargo a la cuenta corriente, abonos o pagos, y sobre la cuantía del saldo. El fundamento de esta obligación, con carácter general, puede decirse que se deriva de la actuación de

(34) Criterios de buenas prácticas recogidos por el Banco de España, versión 2011.

todo comisionista de rendir cuentas[35] (arts. 263 Ccom. y 1720 CC) al comitente, pero además la cuenta corriente tiene algunas especialidades propias derivadas del hecho de ser un contrato de compensación y además de compensación continua[36], lo que justifica el hecho no solo de dar cuenta de las operaciones concretas sino de mantener constantemente informado al cliente de su saldo.

Esta obligación de información viene regulada en la LSP, en cuyo preámbulo puede leerse que se establece el sistema de transparencia en cuanto a las condiciones y requisitos de información aplicables a ellos. Esto se hace con un criterio flexible, con mayores o menores exigencias según las características del usuario, protegiendo con mayor rigor a los consumidores ordinarios, pero dando siempre un margen notable a la libertad contractual. En todo caso, el proveedor del servicio deberá facilitar al usuario toda la información y condiciones relativas a la prestación que ambos concierten. Pero ha sido la Orden EHA/4608/2010 la que ha venido a desarrollar las obligaciones que se imponen en la LSP, y completada con la Orden EHA/2899/2011, que resulta aplicable a los servicios de pago en lo no dispuesto en aquellas, y la Circular BE 5/2012. Y lo cierto es que, aunque las entidades de crédito ya venían cumpliendo con esta obligación, a través de la regulación sectorial y las circulares del Banco de España y la propia mecánica de funcionamiento de las entidades de crédito, la regulación actual ha dado un salto hacia delante para mejorar su cumplimiento y establecer claramente su contenido[37].

Es claro que cada entidad elaborará la información para los clientes de la forma que considere más conveniente teniendo en cuenta que ella es la que elabora la información en función de sus propios criterios de organización del negocio, según sus medios personales y técnicos. Además, la práctica económica-bancaria demuestra la realidad y fiabilidad de los apuntes bancarios como regla general[38]. No significa que no pueda haber errores o malas actuaciones, pero la supervisión y control a que están sometidos por parte del Banco de España y la frecuencia, cantidad y contenido de la información que deben remitirle hace que las entidades de crédito cumplan, al menos formalmente, con correcta y fiable contabilidad que le es exigible a todo empresario. Pero el amplio margen de autonomía de la voluntad que dejaba a las entidades la Circular 8/1990[39], ha obligado a modificar este planteamiento, y se imponen unas condiciones más estrictas a partir de la Orden EHA/1608/2010, para los servicios concretos, y por la Orden EHA/2899/2011, para el contrato, dentro de cuyos márgenes se facilitará la información.

La información que las entidades de crédito deben facilitar a los clientes está relacionada con dos aspectos del contrato. Por un lado, deberán facilitar información general

---

(35) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «La cuenta corriente…», *cit*.; EMBID IRUJO, «Cuenta corriente…», *cit*. p. 421.

(36) GARCÍA-PITA LASTRES, *Las entidades, cit*., p. 397.

(37) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, («La cuenta corriente…», *cit*., p. 22), destacaba en 2002 que la regulación del deber de información es uno de los aspectos a los que las condiciones generales de los bancos prestan mayor atención.

(38) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE («La cuenta corriente…», *cit*., pp. 22-23).

(39) El Anexo VI establecía que las entidades entregarán a sus clientes extractos de cuenta, con la periodicidad que convenga, según el movimiento de las cuentas. Era frecuente en las condiciones generales incluir la periodicidad de la información, pero ahora la periodicidad es obligada.

sobre los movimientos de la cuenta y el saldo. Por otra parte, deberán facilitar información cuando se realicen operaciones concretas de pago. Pero, sea cual sea el origen y la causa de la información, debe ajustarse a unos determinados requisitos.

En primer lugar, en el sentido de facilitar la comprensión al usuario, la LSP regula en el art. 18 los requisitos de información aplicables a los servicios de pago, imponiendo claramente que la información debe facilitarse de un modo accesible para el usuario. La accesibilidad puede concretarse mediante envío al cliente de los extractos bancarios, en papel, o mediante la puesta a disposición del usuario de la información en soporte electrónico u otro soporte duradero, según hayan convenido (arts. 13, 15, 16 y 17 de la Orden EHA/1608/2010 y art. 11.1 de la Orden EHA/2899/2011). La única exigencia de este otro soporte es que permita al beneficiario almacenar la información y reproducirla sin cambios.

En segundo lugar, el art. 20 de la LSP establece que la carga de la prueba del cumplimiento de los requisitos en materia de información establecidos en el presente Título y sus disposiciones de desarrollo recaerá sobre el proveedor de servicios de pago. Queda bien claro que, como obligación de la entidad que es, a ella le corresponderá probar que se ha cumplido con dicha obligación. De manera que si el cliente alega que no ha recibido la información, o que era incompleta o inexacta, no tendrá que probar nada, sino será la entidad la que deba hacerlo.

En tercer lugar, la información hay que facilitarla al titular de la cuenta. Esto puede plantear dudas acerca de la persona concreta a quien debe remitirse la información en caso de cuentas con varios titulares. En este sentido, la Circular BE 5/2012 (Anejo 5, párrafo tercero) indica que en el caso de cuentas u operaciones atribuibles a más de un cliente (cuentas con varios titulares, préstamos con deudores solidarios o mancomunados, etc.), se comunicará el presente documento de forma individualizada a cada uno de ellos, en lo que respecta a las operaciones que le afecten, aunque sin dividir los importes aplicados o cargados a cada cuenta u operación. No obstante, en cada producto en el que haya más de un titular se indicará el número total de cotitulares.

Además de estas cuestiones generales, hay varias otras que merecen una especial atención. La primera, el contenido y la forma de la información. La segunda, relacionada con los gastos de la información. La tercera, relativa a la frecuencia de la información. Y la última, la divergencia entre la comunicación y la operación efectivamente realizada.

2. El contenido y la forma de la información

Lo primero que hay que decir es que cada documento que deba comunicarse al cliente tiene una finalidad concreta, por lo que los documentos de liquidación de operaciones no podrán contener información ajena a la liquidación, y no podrán utilizarse con el fin de comunicar a los clientes modificaciones contractuales u otras. En la relación de la cuenta corriente se producen operaciones puntuales y concretas de ingresos y pagos que se anotan en la cuenta y que son las que, mediante el mecanismo de la compensación continua, dan lugar a la determinación del saldo; la información que debe darse al cliente se referirá tanto sobre las anotaciones concretas que se han producido como consecuencia de los ingresos y disposiciones que se han realizado como al saldo en sí. Hay por tanto que adecuar cada tipo de información a su finalidad correspondiente, y así se articula en la reglamentación

vigente que hay diferenciar dos tipos de información: la relativa al desarrollo y ejecución de la cuenta corriente y la referida a cada una de las operaciones que se ejecuten.

Por lo que se refiere a la información sobre la evolución de la cuenta corriente, son la Orden EHA/2899/2011 y sobre todo la Circular BE 5/2012 las que nos dicen qué es lo que debe incluirse en cada una de estas informaciones periódicas, sea mensual(40), anual(41), o relativa a cada servicio concreto realizado en el marco de la cuenta corriente(42).

Tanto la LSP como la Orden EHA/1608/2010 y la Orden EHA/2899/2011 coinciden, como no podía ser de otra manera, al decir que la información debe redactarse en términos fácilmente comprensibles, de manera claramente legible, en castellano o en cualquiera de las lenguas españolas oficiales de las Comunidades Autónomas o en cualquier otra lengua acordada entre las partes. Por otro lado, es necesario destacar en la información sus elementos esenciales, utilizando algún tipo de letra o comunicación que la identifique como información destacada. Se trata de llamar la atención del cliente acerca de estos elementos para que no le pasen desapercibidos. Y, en cuanto al contenido, la información deberá reflejar de manera clara y fiel los términos en que se desarrollan los servicios, no destacar beneficios potenciales ocultando los riesgos, que sea suficiente para que el destinatario más habitual lo comprenda y, por supuesto, no omitir ni desnaturalizar ninguna información relevante (art. 8.1 de la Orden EHA/2899/2011).

Para que la información cumpla su función la que se suministre al cliente debe ser eficaz y suficiente. Y, al igual que sucede con la información precontractual, se impone a las entidades el deber de facilitar a todo cliente las explicaciones adecuadas y suficientes para comprender los términos esenciales de todo servicio bancario, aclarándole el contenido de la información y de las comunicaciones que se le envíen, según su situación financiera.

---

(40) En la información mensual que se remita al cliente la entidad debe incluir como mínimo el extracto de todos los movimientos producidos en sus cuentas corrientes, incluyendo, al menos, los siguientes datos: fecha del movimiento; concepto de la operación; importe con su signo; tipo de cambio aplicado al adeudo o abono, cuando no se hubiera informado al cliente de dicho tipo de cambio en la justificación del propio movimiento; fecha valor; saldo del extracto anterior; y saldo resultante del nuevo.

(41) En la información anual que se remita al cliente en el mes de enero del año siguiente la entidad debe incluir la información sobre los intereses cobrados y pagados, y las comisiones y gastos devengados por cada servicio prestado al cliente el año anterior, especificando: Intereses abonados; Intereses de descubiertos aplicados; Comisiones cargadas en la cuenta (que no sean objeto de información separada con arreglo a lo establecido a estos efectos), separadas por los siguientes conceptos: mantenimiento; administración o domiciliación de operaciones; transferencias y traspasos; estudio, apertura, emisión, formalización, renovación o mantenimiento de tarjetas de pago; modificación o novación de las condiciones de la cuenta; gestión y devolución de cheques al cobro; disposiciones en efectivo, sean o no mediante tarjeta; reclamación de posiciones deudoras; y otros, entre los que se incluirán, bajo la denominación de tarifa plana y con una nota al pie que haga explícito su alcance, las comisiones percibidas por un conjunto de servicios instrumentados a través de la propia cuenta, que excluirán cualquier comisión derivada de operaciones con valores; y Gastos repercutidos, separados en iguales conceptos (los gastos de correo deberán unirse bajo un concepto único.

(42) En la información relativa a cada servicio, en el marco del contrato de cuenta corriente, los arts. 15 y 16 Orden EHA/1608/2010 nos indican el contenido de la información que la entidad ha de remitir al ordenante y al beneficiario de la operación: a) Una referencia que les permita identificar la operación de pago y, cuando sea posible, al ordenante o al beneficiario, así como cualquier información comunicada junto con la operación de pago; b) al ordenante, el importe de la operación de pago en la moneda en que se haya cargado en su cuenta y al beneficiario el en la monedad en que se le haya abonado; c) el importe de cualesquiera gastos de la operación de pago y, en su caso, el correspondiente desglose de gastos o los intereses que deba abonar el ordenante o el beneficiario; d) en caso de que la operación de pago incluya un cambio de divisa, el tipo de cambio utilizado en la operación de pago por el proveedor de servicios de pago y el importe de la operación de pago antes de la conversión de moneda, y e) la fecha valor del abono.

Entiendo que esto no debe interpretarse hasta el punto de hacer que la entidad deba dedicar esfuerzos extraordinarios en el cumplimiento de este deber, sino que estas explicaciones deberán ser dadas de forma comprensible, en lenguaje llano y sin complicaciones para que, si el cliente no está familiarizado con el lenguaje y los servicios financieros, sea capaz de calibrar las consecuencias de sus actos.

3. Los gastos de la información

La información que se facilite al cliente debe ser gratuita y, en este sentido, el art. 19.1 de la LSP dice que «el proveedor de servicios de pago no podrá cobrar al usuario del servicio de pago por el suministro de información indicada en el presente Título y sus disposiciones de desarrollo». Se trata en este caso de la información que la entidad debe facilitar con carácter general, no excepcional. Puede plantearse que el titular, por diversas razones, solicite a la entidad que le facilite otro tipo de información complementaria o adicional. Ante esta petición, la naturaleza de la cuenta corriente como relación de gestión y de confianza fundamenta esta petición, ya que entre la entidad y el cliente debe existir una colaboración mutua y la entidad debe acceder a esta petición[43]. Bien entendido que la entidad podrá negarse a facilitar datos reservados o que supongan perjuicios para la propia entidad.

Cosa distinta es que el hecho de facilitar este tipo de información provoque para la entidad, en cuanto que se trata de una actividad extraordinaria, unos costes también extraordinarios, que hace que esté justificado que sea el cliente quien los soporte y, por tanto, tenga que abonarlos a la entidad. En este sentido, el art. 19.2 de la LSP establece que el proveedor y el usuario podrán acordar que se cobren gastos por la comunicación de información adicional o más frecuente, o por la transmisión de ésta por medios de comunicación distintos de los especificados en el contrato marco, siempre y cuando la información se facilite a petición del usuario del servicio de pagos. Parece que el sentido de este precepto es que la entidad bancaria debe correr con los gastos necesarios para facilitar al cliente la entrega efectiva de la información, aunque se permite que se pacten gastos por la información más frecuente o adicional o por medios distintos de los pactados en el contrato marco. La frecuencia con que las entidades deben facilitar información a los titulares es, según los arts. 15.2 y 16.2 de la Orden, al menos, la periodicidad mensual. Por tanto, periodicidad más frecuente debe ser otro tipo distinto del aquí reflejado, por ejemplo la que no esté tan íntimamente vinculada con los servicios de pago[44], o la que ya haya sido facilitada por la entidad pero sea requerida de nuevo por el cliente[45], en cuyo caso es lógico que sea el cliente quien corra con estos gastos, toda vez que el banco ya ha cumplido con su obligación de rendición de cuentas.

Por último, se lee en el art. 19.3 LSP que, cuando el proveedor de servicios de pago pueda cobrar los gastos en concepto de información con arreglo a lo dispuesto en el aparta-

---

(43) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «La cuenta corriente…», *cit*., p. 28. En igual sentido, GARCÍA-PITA Y LASTRES*, Las entidades…*, *cit*., p. 398.

(44) LÓPEZ JIMÉNEZ, *Comentarios a la Ley…*, *cit*., p. 538.

(45) Por ejemplo, si los datos fueran antiguos o estuvieran ya archivados y fuera necesaria una investigación de los libros y documentos, de forma que la entidad tuviera que destinar a ello medios dificultosos o costosos.

do 2, esos gastos serán adecuados y acordes con los costes efectivamente soportados por el proveedor de servicios de pago. Pero, dadas las condiciones tecnológicas actuales, no será frecuente que estos gastos sean excesivos. Habrá que estar a las circunstancias del caso. Este precepto parece ir en la línea del CommonDraftFrame of Reference de dejar a criterios de razonabilidad la resolución de muchas de las controversias que puedan suscitarse, aunque los servicios financieros estén expresamente excluidos de su ámbito(46).

Por otro lado no cabe identificar los gastos con las comisiones. La idea de gasto responde a la cuantía económica necesaria para la realización de una actividad que deberá ser soportada por quien se beneficia de dicha actividad. Por el contrario, la comisión es el precio o retribución de un servicio prestado por la entidad de crédito. El art. 3 de la Orden EHA/2899/2011 distingue entre comisiones y gastos, pero utiliza en cambio el criterio común de que, sean gastos o comisiones, sólo podrán percibirse siempre que respondan a servicios efectivamente prestados o gastos habidos. Y en este sentido tanto la jurisprudencia(47) como el servicio de Reclamaciones del Banco de España aplican el criterio de que las comisiones que pueden cobrarse a los clientes son aquellas que correspondan a un servicio efectivamente prestado y no aquellas que sean arbitrarias y estén desligadas de un servicio o gestión hecha en beneficio del cliente(48).

4. La frecuencia de la información

La LSP no hace mención alguna a la frecuencia con que debe ser suministrada la información, siendo este uno de los requisitos y condiciones que fueron desarrollados por la Orden EHA/1608/2010 para los servicios concretos, y por la Orden EHA/2899/2011 para el contrato. La reglamentación distingue diferentes tipos de información y frecuencias distintas para cada una de ellas: una comunicación por cada liquidación de intereses o comisiones que practiquen por cada servicio, una comunicación anual que recoja la información general de la cuenta el año anterior, una comunicación mensual de todos los movimientos en sus cuentas corrientes y una copia de cualquier operación realizada a través de un depósito a la vista.

En primer lugar, el art. 13 de la Orden EHA/1608/2010 establece que, en cualquier momento de la relación contractual, el usuario de servicios de pago que así lo solicite tendrá derecho a recibir en papel o en otro soporte duradero las condiciones contractuales del contrato marco, así como la información y las condiciones contempladas en el artículo 12.

En segundo lugar, el art. 15 de la Orden EHA/2899/2011 deberá facilitar información periódica, al menos una vez al mes, de todos los movimientos producidos en su cuenta corriente, y la Orden EHA/1608/2010, tanto para el ordenante (art. 15.2) como para el beneficiario (art. 16.2), establece que el proveedor facilitará la información de manera

---

(46) Por ejemplo, Libro IV.C.2:101, en relación con la determinación del pago; Libro IV.C.2:103, en relación con el deber de cooperación; Libro IV.C.2:105, en relación con el deber de diligencia.

(47) SAP Madrid (Sección 21.ª) de 1 de junio 2010, AC 2010\1057, que dice que «esta Sala se decanta por la postura de los que entienden que la comisión de descubierto no responde a la prestación de un servicio real y efectivo por parte del Banco».

(48) GONZÁLEZ NAVARRO, B.: *La apertura de descubierto…*, *cit*., p. 309.

periódica, al menos una vez al mes. Por su parte, la Circular BE 5/2012, en su Norma Undécima, desarrolla y precisa algunas circunstancias relacionadas con la periodicidad de la información, diciendo que las entidades están obligadas a comunicar al cliente, como mínimo mensualmente, el extracto de todos los movimientos producidos en sus cuentas corrientes, incluyendo, al menos, la información que se recoge en el Anejo 4 y que veremos más adelante. Las entidades podrán aumentar esta periodicidad. No será obligatorio realizar esta comunicación si en el mes de referencia no se hubiesen producido movimientos en la cuenta corriente.

En tercer lugar, las entidades están obligadas a remitir a sus clientes anualmente, durante el mes de enero de cada año, una comunicación en la que, de manera completa y detallada, se recoja la información sobre los intereses cobrados y pagados y las comisiones y gastos devengados por cada servicio bancario prestado al cliente durante el año anterior (art. 8.4 de la Orden EHA/2899/2011). Dicha comunicación habrá de ajustarse al modelo incluido en el anejo 5 de esta Circular[49].

Por último, después de la ejecución de cada operación de pago en el marco de la cuenta corriente la entidad facilitará, sin demoras injustificadas, la información de la operación (arts. 15 y 16 de la Orden EHA/1608/2010) y la Circular incide en ello, diciendo que se deberá proporcionar al cliente una copia de la información realizada a través de cualquier depósito a la vista, poniendo a su disposición los datos necesarios para que pueda apreciar las características básicas de la operación asentada en su cuenta.

5. Divergencia entre la comunicación y la operación

Puede suceder que entre las instrucciones del cliente, la operación efectivamente realizada y la comunicación que la entidad remita al cliente haya divergencias. Y, si bien corresponde a las entidades llevar la contabilidad de la cuenta corriente, se impone al cliente su necesaria colaboración en la verificación de que las operaciones de pago cuentan con su autorización y se ajustan a sus instrucciones, para lo cual el cliente deberá dirigir una comunicación a la entidad para obtener la rectificación, formulando los reparos y objeciones que estime oportuno. Todo ello debe realizarse en un plazo razonable, evitando que la entidad tenga que realizar comprobaciones excesivas o extemporáneas, todo ello en el marco de la buena fe[50] para no dejar la operación pendiente de confirmación *sine die*[51]. Así lo entiende el legislador, y la LSP establece en su art. 29 que cuando el usuario tenga

(49) Esta obligación no será exigible hasta enero de 2014 (Disposición Final, núm. 6), ya que la comunicación se refiere a los servicios prestados en el año anterior y la Circular no entró en vigor hasta el día 6 de octubre de 2013, tres meses después de la fecha de su publicación.

(50) Merece la pena destacar la STS de 21 de septiembre de 2006 (RJ 2006/8587), en la que ante la pasividad de un cliente dice que es absolutamente inverosímil, y carece del menor sentido, que quien pide y obtiene un préstamo de cincuenta millones de pesetas con garantía hipotecaria sobre sus bienes para saldar deudas permanezca absolutamente pasivo durante seis años y medio ante una presunta falta de información sobre los movimientos de la cuenta en que se había ingresado el importe del préstamo, en una época además en la que tal información ya podía obtenerse fácilmente mediante la inserción de la tarjeta de crédito en un cajero automático, y dicho prestatario no reaccionara hasta que se promovió contra él la ejecución hipotecaria.

(51) En este sentido, LÓPEZ JIMÉNEZ, *Comentario*…, *cit*., p. 591.

conocimiento de que se ha producido una operación no autorizada o ejecutada incorrectamente debe hacer la reclamación sin tardanza injustificada.

La tardanza injustificada no es un criterio objetivo, desde luego, por lo que habrá que estar a lo que se deduzca de cada operación en concreto, si bien el número 2 del propio art. 29 establece como máximo un plazo de 13 meses, salvo que el proveedor no le hubiera proporcionado o hecho accesible la información de la operación ejecutada(52). Deja la LSP abierto el problema de qué es lo que sucederá cuando la entidad no haya facilitado información alguna y entiendo que, en estos casos, el cliente deberá comunicar su disconformidad a la entidad, aunque haya pasado ese límite de tiempo, sin tardanza injustificada, o lo que es lo mismo, a la mayor brevedad posible.

Este plazo de 13 meses, como máximo, puede acortarse previo pacto, siempre y cuando el contratante no sea consumidor (art. 29.2, *in fine*)(53). Y esta es una práctica usual que se suele recoger en las condiciones generales de la cuenta corriente que incluyen una cláusula del siguiente tenor: «el banco facilitará periódicamente al titular extracto de la cuenta, así como detalle de las operaciones, que se entenderán conformes si no se recibe observación alguna por escrito transcurrido un mes desde su emisión». La validez de esta cláusula venía siendo aceptada, con carácter general, por la doctrina y la jurisprudencia que ha tenido ocasión de manifestarse en múltiples ocasiones en relación con el silencio del titular a la comunicación por entidad de crédito de los extractos bancarios(54), declarando que la conformidad del cliente con el extracto remitido por la entidad constituye, si no la expresión de una voluntad negocial dispositiva o de fijación, una prestación tácita de conformidad de naturaleza confesoria en cuanto a la autorización de las operaciones reflejadas en la cuenta, y se convierte así en una confesión extrajudicial que hace prueba contra su autor(55). Y solo cuando el cliente manifieste la disconformidad con la operación corresponderá a la entidad de crédito probar la procedencia y exactitud de las anotaciones exhibiendo los documentos que las justifican(56). Por lo que «cuando un cliente niegue haber autorizado una operación de pago ya ejecutada o alegue que ésta se ejecutó de manera incorrecta, corresponderá a su proveedor de servicios de pago demostrar que la operación de pago fue autenticada, registrada con exactitud y contabilizada, y que no se vio afectada por un fallo técnico o cualquier otra deficiencia» (art. 30.1 LSP).

Hasta ahora, el TS venía entendiendo que la conformidad por silencio no puede entenderse de un modo absoluto(57), de forma que no pueda el cliente alegar, pasado ese tiempo, la mala actuación de la entidad, ya que esta no es una declaración inatacable y si, mediando

---

(52) En sentido contrario interpreta el precepto LÓPEZ JIMÉNEZ, (*Comentario*…, *cit*., p. 591), para quien este plazo está previsto en los casos en los que no hay ausencia de comunicación de la entidad de crédito al cliente.

(53) Esta cláusula planteaba a la doctrina la duda de su validez por abusiva, ya que impone la carga de la prueba en perjuicio del consumidor en los casos en los que debería responder la otra parte (VALPUESTA GASTAMINZA, «El contrato…», *cit*., p. 147).

(54) STS de 11 de 9 de marzo de 1995 (RJ 1995/1847); o de 9 de octubre de 2007 (RJ 2007/7402).

(55) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La cuenta corriente…», *cit*., p. 29, y por ejemplo STS de 24 de marzo de 2006 (RJ 2006/1908).

(56) SAP de Cuenca de 24 de julio de 2000.

(57) SSTS de 17 de noviembre de 1995 (RJ 1995/8734); de 21 de marzo de 2003 (RJ 2003/2762); de 29 de febrero de 2000 (RJ 2000/812).

culpa, la otra parte ha incumplido sus obligaciones, la culpa no puede ser compensada con la obligación de comprobación del extracto para liberarle de su responsabilidad[58]. Pero no sé si podrá sostenerse esta interpretación a partir de la LSP, porque la posición del TS era acorde con la no existencia de un plazo legal para la conformidad del cliente. Pero ahora, con el reconocimiento en la LSP de la obligación del cliente de contestar, y pensando que esta cláusula acortando el plazo solo se permite para no consumidores, parece que la ley quiere que el cliente asuma las consecuencias de su inactividad. Ahora bien, ante casos de irregularidades graves el cliente, sea o no consumidor, no tiene por qué asumir las consecuencias de la mala práctica de la entidad. Y la propia LSP, en su art. 48, deja la puerta abierta a esta interpretación, si bien en caso excepcional, cuando dice que «la responsabilidad establecida con arreglo a los Capítulos II y III de este Título no se aplicará en caso de circunstancias excepcionales e imprevisibles fuera del control de la parte que invoca acogerse a estas circunstancias, cuyas consecuencias hubieran sido inevitables a pesar de todos los esfuerzos en sentido contrario, o en caso de que a un proveedor de servicios de pago se le apliquen otras obligaciones legales».

(58) STS de 19 de junio de 2012 (RJ 2012/6855).

ESTUDIO JURÍDICO DE LA ÉTICA PROFESIONAL EN EL MERCADO DE VALORES

CARMEN ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA

Profesora Contratada Doctor. Departamento de Derecho Mercantil. Universidad de Granada

RESUMEN

Mediante el presente estudio se procede a analizar la disciplina jurídica de ética profesional que rige en el mercado de valores a efectos de poder determinar no ya sólo cuáles son los deberes profesionales que son susceptibles de producir y las controversias que pueden albergar, sino también para poder advertir si pueden, en fin, ser utilizados o no más allá del marco disciplinario administrativo que lo acoge. Esto es, si el propio cliente inversor puede ver en ellas un mecanismo jurídico de protección directo, y no como simple fin último que justifique su existencia, en el sentido de dotarle de capacidad actora para ejercitar una acción civil de responsabilidad en el caso de producirse un incumplimiento de las mismas ocasionado por una completa falta de ejecución de lo que es debido o por la ejecución de la prestación de forma defectuosa, y que, como consecuencia de ello, se le provocasen unos daños y perjuicios.

Palabras clave: *Mercado de valores, normas de conducta, intermediarios financieros, sociedades cotizadas, agencias de calificación crediticia, analistas, responsabilidades.*

ABSTRACT

The present study is to analyze the legal discipline of professional stock market in order to determinate the dities required, resulting in conflicts and responsabilities that generates to see if in the event of a breach may bring and civil liability action. That is, if the client investor can see in them a direct protective legal mechanism, and not merely as ultimate end that justifies its existence, in the sense of giving it capacity to bring an action plaintiff civil liability in the event of a breach.

Key words: *Stock market, standards of conduct, financial intermediaries, stock companies, CRAs, analysts, responsibilities.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. LAS NORMAS DE ÉTICA PROFESIONAL EN EL MERCADO DE VALORES: LAS NORMAS DE CONDUCTA.

III. ÁMBITO DE APLICACIÓN Y EXIGENCIAS DISCIPLINARIAS PREVISTAS POR LAS NORMAS DE CONDUCTA.

1. Los intermediarios financieros.

2. Las emisoras de valores.

3. Las sociedades cotizadas.

4. Resto de personas o entidades que realicen actividades en el mercado de valores.

IV. PRINCIPIOS ÉTICOS VERSUS PRECEPTOS DE OBLIGATORIA APLICACIÓN: VÍAS PARA LA RECLAMACIÓN DE RESPONSABILIDADES.

V. LA NECESIDAD DE UNA MENCIÓN A ESPECIAL A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: LAS NORMAS DE ÉTICA PROFESIONAL COMO VÍA PARA LA RECLAMACIÓN DE RESPONSABILIDADES.

1. Ámbitos de aplicación y exigencias disciplinarias previstas por las normas de conducta.

A) Ámbito internacional.
B) Ámbito europeo.
C) Ámbito nacional.

I. INTRODUCCIÓN

Dada la existencia dispersa y atomizada que asumen los inversores, frente a la concentración de los canales de distribución, así como el cualificado conocimiento, la complejidad de las prestaciones y la asunción de riesgos que implican las operaciones del mercado, aquellos pasan a situarse en una posición de neta inferioridad en la relación jurídica que mantienen con los operadores del mercado para la ejecución de su opción inversora o desinversora que demanda pues de una adecuada tutela, en tanto que son quienes en definitiva permiten el funcionamiento del mercado de valores dado que sin su impulso de adquisición, no se podría producir la canalización del ahorro hacia la inversión productiva, función económica esencial del sistema financiero en general y del mercado de valores en particular.

Así pues, y a efectos de corregir esta asimetría inicial, y de tal forma, con el fin último de protección del inversor, desde el ámbito jurídico regulador del mercado de valores, y en el marco de las facultades que les son propias, se vienen a promulgar una serie de normas que imponen deberes a las personas y entidades que realicen de forma directa o indirecta actividades relacionadas con el mercado de valores desde la exigencia de corrección y transparencia en sus conductas y con el fin así de dar primacía al aspecto deontológico como vía que permitiese generar un eficiente marco de confianza sobre el comportamiento de sus miembros.

Pero ahora bien, toda esta disciplina jurídica de ética en el ejercicio de una actividad profesional, al tratarse de reglas disciplinarias conlleva a que su incumplimiento venga establecido a través de sanciones en vía administrativa por los arts. 95 a 106 LMV, mediante de la actuación del órgano rector de tal sector del mercado financiero, esto es, la Comisión Nacional del Mercado de valores (en adelante CNMV).

Así las cosas, se plantea la necesidad de analizar si estas disposiciones de ordenación y disciplina podrían tener una incidencia más allá del marco disciplinario administrativo que las acoge. Esto es, si el propio cliente inversor con el que mantienen la relación jurídica para la ejecución de su opción inversora o desinversora puede ver en ellas un mecanismo jurídico de protección directo, y no como simple fin último que justifique su existencia, en el sentido de dotarle de capacidad actora para ejercitar una acción civil de responsabilidad en el caso de producirse un incumplimiento de las mismas ocasionado por una completa

falta de ejecución de lo que es debido o por la ejecución de la prestación de forma defectuosa, y que como consecuencia de ello, se le provocasen unos daños y perjuicios[1].

En efecto, tal cuestión se establece con la intención de poder advertir si las responsabilidades ocasionadas por el incumplimiento de los operadores del mercado de sus deberes profesionales pueden ir más allá de la sanción administrativa y ser consideradas como infracciones de las obligaciones que nacen de la ley, de los contratos y cuasi contratos y de los actos y omisiones ilícitos o en que intervenga cualquier género de culpa o negligencia (art. 1089 C. civil) que permitiesen ejercitar la acción civil de responsabilidad contractual o extracontractual. Esta circunstancia se debe a que si bien, situados dentro de la tendencia a la unificación, no se ha otorgado relevancia a esta distinción por considerar que el ejercicio de ambas acciones tiene una finalidad común, esto es, la resarcitoria de unos daños que se fijan por igual conforme a los arts. 1101 y 1106 C. civil[2], hay aspectos que las separan. Por dictar cuatro de los más importantes, la distinción entre los comportamientos dañosos (art. 1089 C. civil), el diferente plazo de prescripción de las acciones (quince años en la responsabilidad contractual, art. 1964 C. civil; un año en la responsabilidad extracontractual, art. 1968 C. civil), el mayor rigorismo en la apreciación de la culpa en la extracontractual, incluso presumiéndose en el demandado, así como la facultad de repetición del empresario que paga el daño causado por sus representantes contemplado en el art. 1904 C. civil y que no tiene que ver nada con los que se refieren a la responsabilidad contractual.

Así las cosas, se pone de manifiesto la necesidad de analizar a los deberes profesionales que rigen en el mercado de valores a efectos de poder determinar no ya sólo cuáles son las obligaciones que son susceptibles de producir y las controversias que pueden albergar, sino también para poder advertir si pueden, en fin, ser utilizadas o no como medio de protección del inversor. Es por ello por lo que a dilucidar tales cuestiones irán dirigidas las siguientes líneas.

II. LAS NORMAS DE ÉTICA PROFESIONAL EN EL MERCADO DE VALORES: LAS NORMAS DE CONDUCTA

Desde la aparición de determinados problemas en el mercado de valores, y muy especialmente desde el crac bursátil de 1929 en EE.UU., se inició un proceso, que enfatizado en los años 80, y dirigido a la previsión de reglas de comportamiento, conllevó a que progresivamente la consideración ética de la bolsa comenzase a experimentar un gran auge[3], y

---

(1) Para que exista responsabilidad civil será necesario, en términos generales, que concurran una serie de requisitos. Estos son, un comportamiento, haberse producido un daño, la existencia de una relación o nexo causal entre el comportamiento y el daño, así como la presencia de un criterio que permita imputar dicha responsabilidad al demandado (pronunciándose con mayor profundidad sobre las citadas cuestiones *vid.* DÍEZ-PICAZO, L. GULLÓN, A.: *Sistema de derecho civil*, vol. II, ed. Tecnos, Madrid, 2008, p. 598).

(2) *Vid.* arts. 1106 C. civil, aplicable a la responsabilidad extracontractual según las sentencias del TS de 22 de octubre de 1932, 2 de diciembre de 1946 y 23 de marzo de 1954.

(3) Sobre el citado proceso *vid.* MELÉ CARNÉ, D.: «Aspectos éticos de los mercados de valores», en *Curso de Bolsa y Mercados Financieros,* ed. Instituto español de analistas financieros, Ariel Economía, Barcelona, 1996, pp. 487 y 488; CACHÓN BLANCO, J. E.: «El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliariarios», *RDBB,* núm. 55, 1994, pp. 636 y 637.

así, dado que el buen funcionamiento del mercado depende en gran medida de la confianza que se inspire a los inversores se vino a imponer en el marco de acción de la protección de los clientes y el mercado, la necesidad de la exigencia de corrección y transparencia en la conducta de los que intervienen en los mercados(4).

Así pues, con el fin de dar primacía al aspecto deontológico, ante la observancia de la moralización del mercado público como vía que permitiese generar un eficiente marco de confianza sobre el comportamiento de sus miembros para preservar la integridad y la reputación de los mercados, garantizar un correcto y armónico funcionamiento de estos y proteger a los clientes en la adopción de sus decisiones de inversión, se creó en nuestro ordenamiento jurídico una normativa jurídica de ética profesional, que, constituida por las disposiciones contenidas en su mayoría en el Título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (en adelante, LMV), y detentando como norma básica originaria la iniciada desde el derecho comunitario por unos principios, que contenidos en el código de conducta europeo sobre transacciones de valores mobiliarios (Recomendación de la CEE de 25 de julio de 1977) y en las normas de conducta surgidas en las reuniones del Comité Técnico de la Organización Internacional de las Comisiones de Valores, reiterados por la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre, sobre operaciones con información privilegiada, y extendido su ámbito de operatividad más allá del *insider trading* por el art. 11 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión, ponían de manifiesto la permeabilidad de la tradición anglosajona autoreguladora derivada del carácter privado de sus mercados de valores(5).

Ahora bien, esta tradición anglosajona a la que nuestro sistema se acogió por influjo francés no fue la derivada de un ordenamiento británico que, basado en fórmulas autorreguladoras, dejaba a los operadores la regulación de la actividad de los intermediarios y del mercado desde el respeto de las reglas dictadas por la *Securities and Investment Board* (SIB) y las establecidas por la *Financial Services Act* de 1986 y sus disposiciones de desarrollo. En efecto, tal influencia vino a fundamentada en un sistema estadounidense que partía de la primacía de la ley como fórmula más idónea para la regulación del mercado y

(4) En este sentido *vid.* GIRÓN TENA, J.: «Sociedades y bolsa», AA.VV., *Coloquio de derecho bursátil,* ed. Instituto de estudios bancarios y bursátiles, Facultad de ciencias políticas, económicas y comerciales*,* p. 88; ALONSO ESPINOSA, F. J.: «Intereses del inversor y derecho del mercado de valores», *RDM,* núm. 208, 1993, p. 415; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: «La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores», *RDBB,* núm. 76, 1999*,* p. 76; ALBELLA AMIGO, S.: «La nueva legislación española y europea del mercado de valores: visión panorámica», en AA.VV., *El nuevo mercado de valores. Seminario sobre el nuevo derecho español y europeo del mercado de valores organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 1995*. Ed. Colegios Notariales de España, Madrid, 1995, p. 37; KIRCHNER, P. SALINAS, C.: *La Reforma de la Ley del Mercado de Valores,* ed. Biblioteca Jurídica Cuatrecasas, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999*,* p. 320; RECINE, F.: «Articolo 21, comma 1, lett. c, d, e», en AA.VV. (a cura di RABITI BECLOGNI, C.), *Il testo único della intermediazione finanziaria. Comentario al D. Leg. 24. Febbraio 1998 núm. 58*, ed. Giuffrè, 1998, Milán, pp. 179 y 180.

(5) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J.: «La adaptación del derecho español del mercado de valores al derecho comunitario», *RDBB,* núm. 28, 1987, p. 987; TAPIA HERMIDA, A. J.: «Las normas de actuación en los mercados de valores (primeras reflexiones sobre el RD 629/93), *RDBB,* núm. 50, 1993*,* p. 320; CACHÓN BLANCO, J.E.: «El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios...», *op. cit.,* p. 637.

que permitía ejercer una cierta autodisciplina por los operadores[6]. Así pues, se configuró en nuestro ordenamiento jurídico, en aras de garantizar el correcto funcionamiento de un mercado ya desregulado, un equilibrio entre la regulamentación, esto es, la normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y la libertad, es decir, la disciplina interna de los operadores financieros que facultaba la presencia de unas normas autorreguladoras que reforzaban la idea de profesionalidad en el sector.

Como consecuencia de lo anterior, quedan establecidas desde nuestro ordenamiento jurídico unas reglas esenciales para la eficiencia del mercado de valores que, en función de los sujetos afectados, la finalidad pretendida y la técnica jurídica de tutela adoptada permiten denominarse como normas de conducta.

En efecto, estas normas de conducta se caracterizan por ser objeto de aplicación en un ámbito marcado por la heterogeneidad subjetiva, al detentar como destinatarios a las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva[7], los emisores, los analistas y, en general, cuantas personas o entidades realicen, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores (art. 80 LMV).

Pero, también, dado que las normas de conducta se identifican por su ubicación en torno a un ámbito general de confianza pública sobre el debido comportamiento en el mercado con la finalidad de garantizar que el desarrollo de las prestaciones se efectuará en torno a los criterios de profesionalidad, moralidad y corrección, frente al ámbito concreto de protección otorgado a los clientes inversores a través de las normas de relación con la clientela, es decir, de la exigencia de determinadas obligaciones a las entidades prestadoras de los servicios de inversión en la relación contractual desde su marco de ordenación y

---

(6) De este modo, y siguiendo para ello a SALINAS ADELANTADO, C.: «Desregulación y neorregulación en el mercado de valores», *RDM,* núm. 224, pp. 743 a 747; RABITTI, G.L.: «Il conflitto di interessi tra investitoti e brokers-dealers nell´esperienza anglo-americana»., *Rivista delle società*, núm..1, 1989, p. 461; MOTTI, C.: La specializzazione degli intermediari finanziari: il modello británico», *Riv. Dir. Della Banca e del Mercato Financiero,* 1988, pp. 209 y 210, queda de manifiesto que, mientras que en el sistema británico se da preponderancia a los operadores aunque bajo la vigilancia estatal al funcionar mediante un esquema de pirámide invertida donde es la autorregulación la que ostenta un papel preferente al pretenderse que sean los *rule books* que se dan por los propios operadores y la capacidad de regulación propia conferida a la *Self Regulating Organisation* (SRO) los que regulen la actividad de los intermediarios y del mercado, en el sistema estadounidense, se apoya el peso sobre una supervisión estatal, que controlada y vigilada por la *Securities Exchange Commission* (SEC) y matizada con una cierta participación de los intermediarios y mercados tal como muestran las facultades otorgadas a la *National Association of Securities Dealers* (NASD) generadora así de las *rules of fair practice,* al operar mediante una organización típica piramidal donde la Ley está en la cima del sistema y es la que contiene los principios básicos de forma, son las demás normas un desarrollo de sus contenidos, por lo que si la regla general es la regulación estatal, en la base existe algún ámbito para la autorregulación.

(7) En la misma línea, también desde la disciplina jurídica reguladora de las instituciones de inversión colectiva (*vid.* arts. 65 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 96 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) se establece la vinculación de las sociedades gestoras, las entidades depositarias, aquellas instituciones de inversión colectiva que revistiesen la forma de sociedad y cuya gestión integral no esté encomendada a una gestora, así como quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, sus empleados, agentes y apoderados a la normativa jurídica de ética profesional prevista desde el mercado de valores. Ahora bien, a efectos de tenerse en cuenta las particularidades detentadas por la institución, el legislador prevé una serie de especificaciones a través de la exigencia de la separación del depositario (arts. 68 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 100 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), la regulación de las operaciones vinculadas (arts. 67 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 99 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como con el deber de tenerse que efectuar las transacciones en condiciones de mercado (art. 66 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre).

disciplina a efectos de concretar en función de las especialidades del mercado exigencias ya proyectadas desde la normativa general de los contratos, de protección del consumidor, o la materializada a la luz del principio de buena fe que ha de presidir todos los negocios jurídicos. En efecto, esta circunstancia se denota puesto que las normas de conducta no tienen por objeto actos concretos o negocios jurídicos individualmente considerados sino una actividad derivada de prestación de servicios de inversión en el mercado de valores(8).

Así pues, las normas de conducta deberán ser interpretadas de forma finalista en función de los objetivos generales de la LMV, esto es, la eficiencia, la transparencia y la protección de los inversores, en aras a la necesidad de aplicar una técnica de regulación jurídica flexible a situaciones caracterizadas por la complejidad de los intereses en presencia y por lo delicado de la puesta en práctica(9).

Y, por último, puesto que la técnica legislativa de tutela adoptada se configura a través de dos mecanismos.

Estos son, en primer término, una normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y en segundo lugar, una disciplina interna procedente de los intermediarios que facultan la presencia de normas autorreguladoras.

III. ÁMBITO DE APLICACIÓN Y EXIGENCIAS DISCIPLINARIAS PREVISTAS POR LAS NORMAS DE CONDUCTA

En función de lo preceptuado en el art. 80.1 LMV, las normas de conducta son objeto de aplicación a cuatro sujetos con un diverso alcance.

Así pues, resultan de aplicación a los intermediarios financieros, que se erigen como los destinatarios primordiales de estas normas, los emisores de valores, las sociedades cotizadas, así como a los analistas y cuantas personas realicen de forma directa o indirecta actividades relacionadas con el mercado de valores desde la vinculación al cumplimiento de una serie de distintos deberes de comportamiento en aras de la concreta actividad prestada en el mercado.

1. Los intermediarios financieros

Como primera de las categorías de sujetos a las que se les viene a imponer la exigencia del cumplimiento de las normas de conducta del mercado de valores nos encontramos con los intermediarios financieros en el sentido de aquellos que proceden al desarrollo de una actividad profesional dirigida a la mediación en la asignación del ahorro a la inversión(10).

---

(8) Analizando con mayor profundidad tal aspecto *vid.* ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: *La disciplina de la información prevista por la normativa del mercado de valores: un cauce para la seguridad jurídica del inversor ante la actual crisis económica,* ed. Universidad de Granada, 2011, p. 43 a 47; *id*.: «Mecanismos jurídicos de protección del cliente inversor frente a las entidades prestadoras de servicios de inversión», *RDBB,* núm. 114, 2009, pp. 76 a 81.

(9) *Vid.,* por todos, TAPIA HERMIDA, A.J.: *Derecho del mercado de valores,* ed. J. M. Bosch, Barcelona, 2000, pp. 271 y 272.

(10) Sobre el concepto de intermediario financiero en nuestro ordenamiento *vid.* ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado financiero,* ed. Marcial Pons, Madrid, 2000, p. 129; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: «Justificación

La razón de ser de tal delimitación se debe a efectos de proceder a reconocer frente al inversor, desde su perfil de cliente, la identidad del sujeto que resulta contemplado como deudor de las obligaciones establecidas en las normas de conducta, dada su condición de contraparte de la relación jurídica —por regla general de comisión mercantil— por la que proceden a prestar u ofrecen los servicios de inversión, o actividades auxiliares en el mercado de valores.

Esto es, nos referimos así a las empresas de servicios de inversión (art. 64 LMV), las entidades de crédito de una forma conjunta en virtud del principio de homogeneidad operativa previsto en los arts. 65.1 de la LMV y 1 del RD 217/2008, de 15 de febrero[(11)], así como, con un distinto alcance, y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva[(12)].

Estas normas de conducta reclamadas a los intermediarios financieros se configuran a través de dos mecanismos.

Esto es, en primer término, a través de una normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado que impone exigencias en torno al sistema de organización de los intermediarios financieros, y en segundo lugar mediante una disciplina interna procedente de los intermediarios que facultan la presencia de normas autorreguladoras.

Ciertamente, en primer lugar, las normas de conducta están compuestas por normas legales que imponen deberes que afectan a las condiciones del ejercicio de la actividad y por las que se permite que ésta sea desarrollada de una forma continuada adecuándose a pautas de ética profesional.

En efecto, si bien los requisitos de profesionalidad, moralidad y corrección vienen a verificarse como condiciones previas del acceso a la actividad de los intermediarios que operan en el mercado de valores[(13)] pero no como condiciones para el ejercicio de

---

sobre la aplicación a los fondos de inversión inmobiliaria del sistema de control y la normativa de carácter financiero establecida en el mercado de valores», *RDBB,* núm. 111, 2008, pp. 144 a 147. En el sistema italiano *vid.* COSTI, R.: «Sulla intermediazione finanziaria non bancaria», *Riv. D. Comm.,* núm. 1, 1987, pp. 129 a 140; FERRO-LUZZI, P.: *Lezioni di diritto bancario,* ed. Giappichelli, Turín, 1995, p. 111 y 112; BANFI, A.: *Le banche e l'intermediazione mobiliarie,* ed. Il Mulino, Bolonia, 1995, p. 14 y 15; VICENZINI, M. y TRECUATRINI, G.L.: *Profili di innovazione institucionale nell'intermediazione financiaria (il rapporto banca/assicurazione),* ed. Cedam, Milán, 1996, pp. 1 y ss. En el sistema estadounidense *vid.* ALLEN, F. y GALE, D.: «Financial markets, intermediaries, and intertemporal smmothing» *Journal of Political Economy,* núm. 3, pp. 522 a 546.

(11) Procediendo a un análisis sobre el citado principio de homogeneidad operativa *vid.* ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: «El principio de homogeneidad operativa del mercado de valores y las entidades de crédito», *RDBB,* núm. 118, 2010, pp. 41 a 77.

(12) Serán de aplicación a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que estuvieran autorizadas para ello las normas previstas en la LMV, y en sus disposiciones de desarrollo, que regulen la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, el asesoramiento en materia de inversión, la custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión, siéndoles en particular de aplicación, y teniéndose en cuenta las especialidades que se pudiesen establecer reglamentariamente, los artículos 70 ter, 70 quáter, 78, 78 bis, 79, 79 bis, 79 ter y 79 quáter de la LMV, así como en referencia al RD 217/2008, de 15 de febrero, el capítulo I del título II salvo la sección 2ª, de la que sólo resultará de aplicación el artículo 32, el capítulo I salvo el artículo 58; el capítulo III; el artículo 79 y el capítulo VI del título IV, así como los artículos del título preliminar y el artículo 5.1.g.

(13) *Vid.* arts. 67.2 f, h, i, y j de la Ley 24/1988, del mercado de valores y 14.1, e, f, g y h del RD 217/2008, de 15 de febrero.

esta[14], desde el marco normativo del mercado de valores, y a través de las normas de conducta, se proceden a imponer una serie de obligaciones con respecto a la organización de las entidades que prestan servicios de inversión con las que se permite que reglas de ética profesional sean exigencias de cumplimiento continuado en la prestación de la actividad, en tanto que la correcta actuación de las entidades que prestan los servicios de inversión es uno de los principales factores de garantía y estabilidad del mercado para los inversores y el conjunto de la comunidad financiera.

Ahora bien, la circunstancia de que la imposición de tales exigencias se articule sobre el sistema de organización interna de los intermediarios y que no tengan por objeto actos concretos o negocios individualmente considerados no puede llevarnos a la conclusión de que tales disposiciones resultan ajenas a la relación jurídica que se mantiene con el cliente inversor.

Esta circunstancia se debe a que mediante la dirección del comportamiento de los intermediarios financieros se permite observar una incidencia en la contraparte de la relación jurídica, dado que con tal actuación se posibilita fortalecer la relación que se mantiene con aquél en la prestación del servicio, y ello puesto que, al ser ésta una relación basada en la confianza[15], se logra de tal forma alcanzar un sólido marco que transmita seguridad sobre el debido comportamiento del mercado necesario para mantener el buen funcionamiento y eficiencia del mismo.

Así pues es por lo que, en primer lugar, y en base a lo preceptuado por el art. 70 ter LMV, las empresas de servicios de inversión y las restantes entidades que presten servicios de inversión deberán definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del mercado de valores les impone, debiendo a tal efecto de contar con:

A) Una estructura adecuada y proporcionada conforme al carácter, escala y complejidad de sus actividades y con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes.
B) Una unidad que garantice el desarrollo de la función de cumplimiento normativo bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función, así como procedimientos y controles para garantizar que el personal cumple las decisiones adoptadas y las funciones encomendadas.

---

(14) Las exigencias contempladas expresamente como condiciones para el ejercicio de la actividad reclamadas desde el mercado de valores se basan en el régimen de modificación de los estatutos o del programa de actividades (arts. 68 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y 11 del RD 217/2008, de 15 de febrero), en el control de las participaciones significativas (art. 69 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores), así como en el sometimiento a una serie limitaciones en la prestación de su actividad (art. 64 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores) y de obligaciones configuradas en torno al deber de mantener a lo largo de la vida unos requisitos de calidad (art. 70 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores), el compromiso de solvencia sobre la tenencia de recursos propios y el mantenimiento de volúmenes de inversión a bajo riesgo (arts. 70 y 70 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores y 15 del RD 217/2008, de 15 de febrero, y RD 216/2008, de 15 de febrero de recursos propios de las entidades financieras), así como la carga de naturaleza informativa (art. 70 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores).

(15) Considerando a esta forma de intervención como una vía eficiente para fortalecer la relación de confianza que caracteriza al cliente con el intermediario *vid.* ANDERSON, A.: «Conflicts of interest: Efficiency, fairness and corporate structure», *Ucla Law Review,* 1978, p. 739; ENRIQUES, L.: «Lo svolgimento di attivitá di intermediazione mobiliarie da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica», *BBTC*, núm. 1, 1996, pp. 651 y 652.

C) Sistemas de información que aseguren que su personal conoce las obligaciones, riesgos y responsabilidades derivadas de su actuación y la normativa aplicable a los servicios de inversión que presten.

D) Medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar que los posibles conflictos de interés regulados en el artículo 70 quáter LMV perjudiquen a sus clientes, así como medidas de control de las operaciones que realicen, con carácter personal, los miembros de sus órganos de administración, empleados, agentes y demás personas vinculadas a la empresa, cuando tales operaciones puedan entrañar conflictos de interés o vulnerar, en general, lo establecido en la LMV.

E) Registros de todas las operaciones sobre valores e instrumentos financieros y servicios de inversión que presten de forma que se pueda comprobar que han cumplido todas las obligaciones que la presente Ley les impone en relación con sus clientes.

F) Medidas adecuadas para proteger los instrumentos financieros o los fondos que les confían sus clientes y evitar su utilización indebida, así como mantener una separación efectiva entre los valores e instrumentos financieros de la empresa y los de cada cliente. En particular, no podrán utilizar por cuenta propia los instrumentos financieros o fondos de los clientes, salvo cuando éstos manifiesten su consentimiento expreso.

G) Procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno y técnicas eficaces de valoración de los riesgos para la entidad, así como un órgano de verificación que desempeñe la función de auditoría interna bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función.

H) Medidas adecuadas para garantizar, en caso de incidencias, la continuidad y regularidad en la prestación de sus servicios. Deberán contar, especialmente, con mecanismos de control y salvaguarda de sus sistemas informáticos y con planes de contingencia ante daños o catástrofes.

En segundo lugar, y con la pretensión de adoptar medidas que posibiliten prevenir, detectar y resolver oportunamente posibles conflictos de interés entre los clientes y la propia empresa o su grupo, incluidos sus directivos, empleados, agentes o personas vinculadas con ella, directa o indirectamente, por una relación de control, o entre los diferentes intereses de dos o más de sus clientes, el legislador viene a exigir a las entidades dar a conocer su política de gestión de conflictos de interés y revelar antes de actuar la naturaleza y origen del conflicto al cliente[16].

En tercer lugar, y con el propósito de procurar una ejecución óptima de las instrucciones recibidas por el intermediario financiero, desde el art. 79 LMV, se observa la imposición el deber de comportarse con transparencia en interés de los clientes[17].

---

(16) *Vid.* art. 70 quater 1 y 2 LMV.

(17) En función de lo determinado por el art. 79 LMV, no se considerará que las empresas que presten servicios de inversión actúan con diligencia y transparencia y en interés de sus clientes si, en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar, pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario que no se ajuste a lo establecido en las disposiciones que desarrollen esta Ley.

Asimismo, y en cuatro lugar, pues, los intermediarios financieros también son objeto de otras exigencias en su conducta. Pero ahora bien, el recurso a esta ya no resulta utilizado como deber a efectos de permitir el conocimiento y difusión de hechos. Efectivamente, la eficiencia presupone la máxima y continua producción de informaciones. Pero el uso de la información también puede conllevar efectos negativos derivados de su utilización de forma abusiva, ilícita, con una exclusiva finalidad especulativa, y desprovista de consideraciones de tipo moral. Así pues, y con la finalidad para este momento de luchar contra el uso abusivo de las informaciones privilegiadas que repercuten en la transparencia y eficiencia del mercado y que impiden garantizar el principio de igualdad entre los inversores, desde la perspectiva de una tutela inmediata de éstos como parte débil de la relación se procede a la exigencia de deberes informativos en sentido positivo o de acción y deberes negativos o de omisión.

Estos son, en sentido positivo, la obligación de salvaguardar la información privilegiada, de adoptar las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal, o para que, en su caso, se tomen de inmediato las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado.

Y en sentido negativo, las que imponen unas exigencias dirigidas a abstenerse de ejecutar actuaciones orientadas a la preparación o realización de cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a los que la información se refiere, a comunicar dicha información a terceros, o a asesorar sobre la base de una información previamente procesada (art. 81 LMV).

En quinto término, los intermediarios financieros igualmente son objeto de una serie de obligaciones no ya con el efecto de permitir el conocimiento y difusión de hechos, sino con la pretensión de asegurar la existencia de una separación informativa interna que permita el ejercicio autónomo de cada función y la prevención de conflictos de intereses. Así pues, es por lo que desde el art. 83 LMV las entidades estarán obligadas establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas, instalar adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas, definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada, así como elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información[18].

---

(18) Pronunciándose sobre el citado tema desde nuestro ordenamiento jurídico *vid.* SALA I ANDRÉS, A.M.: «La regulación de las murallas chinas: una técnica de prevención de conflictos de interés en el mercado de valores español», *RDBB,* núm. 81, 2001, pp. 49 a 83; desde el sistema estadounidense y británico *vid.* HERZEL, L. y COLLING, P.: «The chinesse wall revisited», *Corporate Law Review*, 1983, p. 126; POSER, T.: «Chinesse walls in the U.S.A. and the U.K.», *Review of Securities and Commodities Regulation,* núm. 21, 1988, p. 208; MCVEA, H.: *Financial conglomerates and the chinesse walls,* ed. Clarendon Press, Oxford, 1993; JONES, C.: «How to Avoid Insider Dearling», en AA.VV., *The Act Guide to Ethical Conflicts in Finance,* ed. Blackwell, Izford, 1994, p. 496; CHESINI, G.: *Il sistema finanziario del Regno Unito. Evoluzione della regolamentazione*, ed. Università degli studi di Verona. Instituto di studi industriali, bancari e del terziario «G. Panati», Padua,1994, pp. 226 y 227; desde el sistema alemán *vid.* KOLLER, L.: «33 Wphg: Verbot von Insidergeschäften», en AA.VV., *Wertpapierhandelsgesetz,* ed. Otto Schimidt, Colonia, 1995, p. 489; y desde la disciplina italiana *vid.* ANNUNZIATA, F.: «Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni», *BBTC*, núm. 1, 1995, pp. 644, 645, 647 y 652.

En sexto término, y con el objetivo de impedir prácticas que falseen la libre formación de los precios, así como con la pretensión de evitar que el uso de este cauce pueda ser utilizado para difundir de una forma dolosa o culposa información que no sea veraz es por lo que desde el art 83 ter c LMV se viene a prohibir la difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticiar falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

En séptimo lugar, y con la finalidad de asistir a la labor de supervisión e inspección encomendada a la CNMV, desde el art. 83 quater LMV se viene a establecer que las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la CNMV, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existan indicios razonables para sospechar que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de precios[19].

Pero además de lo anterior, y de tal forma en segundo lugar, también la técnica jurídica de tutela adoptada por las normas de conducta se configura desde la exigencia de normas disciplinarias internas elaboradas por las entidades que prestasen los servicios de inversión.

Esta circunstancia se refleja en el requerimiento a los intermediarios de un código general de conducta (art. 78.1.b LMV) por el que se deberán cumplir normas que concreten los preceptos contenidos en el Capítulo 1 del Título VII de la LMV, dictadas por el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV —tal y como es el caso de las normas previstas en la Orden de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del código general de conducta, pero sólo para las entidades gestoras de carteras y sus clientes—, y que con anterioridad a la derogación del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, por la disposición derogatoria única del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, eran contempladas en su anexo 1.º

De este modo, los intermediarios tendrán que atender en el desarrollo del mandato conferido a los principios de buena fe e imparcialidad, diligencia y cuidado en calidad de profesional, tenencia de medios y capacidades para atender a la realización de la actividad, otorgamiento de información en relación con la clientela, paridad de trato de los intereses de los diferentes clientes, y deber de abstención en el caso de que la realización del contrato pudiese generar una vulneración de las disposiciones legales.

Asimismo, y junto a aquellas, se sitúan los reglamentos internos de conducta (art. 78.1.c LMV), que serán para los intermediarios de obligatoria aplicación en aras de regular

---

(19) Las entidades que comuniquen operaciones sospechosas estarán obligadas a guardar silencio sobre dicha comunicación y dispondrán para su realización del uso de la carta, correo electrónico, fax o teléfono. Ahora bien, en este último caso, se requerirá dar confirmación por escrito a solicitud de la CNMV.

Además también se exige que la comunicación contenga la siguiente información:

a) La descripción de las operaciones, incluido el tipo de orden, y el método de negociación utilizado.
b) Las razones que lleven a sospechar que la operación se realiza utilizando información privilegiada o que constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios.
c) Los medios de identificación de las personas por cuenta de las que se hubieran realizado las operaciones y, en su caso, de aquellas otras implicadas en las operaciones.
d) Si la persona sujeta a la obligación de notificar actúa por cuenta propia o por cuenta de terceros.
e) Cualquier otra información pertinente relativa a las operaciones sospechosas.

las actuaciones de sus consejeros, directivos, empleados y apoderados a efectos de garantizar el cumplimiento de las normas de conducta que pudiesen establecer el Ministerio de Economía, o con su autorización la CNMV (art. 78.2 LMV), y que se elaboren medidas concretas tendentes a garantizar el cumplimiento de lo dispuesto en el Título VII LMV, y en sus normas de desarrollo, y de tal forma, pues, que se contemplen unas cautelas referentes a las operaciones que éstos efectuasen por cuenta propia, dirigidas a que se realizasen con la mediación de la entidad para la que trabajan y para que no generasen conflictos de intereses ni empleasen la información obtenida por la entidad.

2. Las emisoras de valores

Como segunda de las categorías de sujetos a las que se les viene a obligar de forma expresa al cumplimiento de las normas de conducta contenidas en su mayoría en el título VII de la LMV, nos encontramos con los emisores, los cuales resultan definidos, en base al art. 4 del RD 1310/2005, de 4 de noviembre, como aquellos que emiten o se proponen emitir cualquier valor.

De esta forma, se pone de manifiesto el amplio y heterogéneo sentido que afecta a estos sujetos obligados al poder abarcar tanto a emisores públicos —tales como el Estado, las CC.AA., los organismos dependientes de ambos o el Banco de España— como a emisores privados, y donde, si bien los principales adoptan la forma jurídica de sociedades anónimas, de régimen común o especial, también juegan un importante papel unas cajas de ahorro especialmente activas en el ámbito del mercado hipotecario y unos fondos de inversión en calidad de emisores específicos de participaciones.

Efectivamente, si uno de los principios clave que inspiran la legislación del mercado de valores es la protección del inversor, este principio reporta que éste debe disponer de la información suficiente para fundamentar su decisión de inversión y en tanto que los emisores realizan operaciones que implican una solicitud al ahorro público a través de los valores o instrumentos que han producido, desde el derecho del mercado de valores, se hace necesario imponer unas obligaciones a efectos de establecer unas cautelas jurídicas en el proceso de distribución inicial de los valores que hagan que las informaciones, los datos, y las promesas de beneficios elaboradas sobre proyectos económicos futuros suministrados por los emisores sean verosímiles.

Así pues, se viene a poner de manifiesto el tránsito que se produce desde el derecho subjetivo de información de todo accionista hacia el deber público informativo que desde el derecho del mercado de valores se impone a todo emisor[20] a efectos de tutelar jurídi-

(20) Si bien este principio de información, es entendido de forma común por la doctrina como el instrumento esencial para la protección del inversor (en este sentido *vid.* GIRÓN TENA, J.: Sociedades y bolsa…, *op. cit.,* p. 89; BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A.: «La protección jurídica del inversor en valores mobiliarios», en *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores,* ed. Tecnos, Madrid, 1987, p. 308; FARRANDO MIGUEL, I.: «El concepto de valor negociable y la aplicación en España de la cultura de la transparencia», AA.VV. (coord. IGLESIAS PRADA, J.L.), *Estudios jurídicos en homenaje al Pf. Aurelio Menéndez,* ed. Civitas, Madrid, 1996, t. 1, pp. 1206 a 1208; FUENTES LÓPEZ, M.: *La comisión nacional del mercado de valores,* ed. Lex Nova, Valladolid, 1994, p. 179; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: «La difusión de información por las sociedades bancarias cotizadas», *RDBB,* núm. 58, 1995, p. 305), tradicionalmente había centrado su aplicación sobre las normativas reguladoras del mercado secundario a diferencia del mercado norteamericano, que se centraba en el primario hasta que, con la Directiva de 17 de

camente al público inversor concebido como colectivo en general, en tanto que, cuando una institución puede afectar a miles de personas, su correcto y normal funcionamiento importa no ya sólo a los particulares implicados, sino también al orden público económico puesto que cualquier irregularidad que se produzca no puede menos que afectarles.

Pero si todo lo anterior justifica que los emisores sean objeto de aplicación de la normativa reguladora del mercado primario de valores, cuando se le impone al emisor una disciplina de comportamiento a través de las normas de conducta se le vienen a requerir más por su ubicación en el marco de la generalidad de los sujetos que forman parte del amplio ámbito funcional de aplicación que prevé el art. 80 LMV, es decir de *«cuantas personas realicen actividades desarrolladas en el mercado de valores»*, que desde su consideración individual, esto es, como aquellos que emiten o se proponen emitir cualquier valor.

La razón de ser de tal apreciación se debe a que si bien en algunas disposiciones legales previstas en el marco de acción de las normas de conducta se empieza haciendo referencia desde el art. 80 LMV a *«los emisores»* en general, la alusión posterior que realiza el legislador en el desarrollo normativo de las exigencias de conducta al hecho o decisión de influencia en la cotización de los valores hace que nos tengamos que remitir finalmente al ámbito específico de las sociedades cotizadas.

Además de lo anterior, también hay que tener en cuenta que tal disciplina impuesta al emisor como técnica legislativa adoptada para la realización de la tarea esencial de la protección de los clientes se configura a través de una serie de mecanismos en torno a los cuales, y derivados del poder de vigilancia del mercado, se establece un sistema de control público desempeñado por la CNMV.

Estos mecanismos articulados a través de las normas de conducta son, en primer término, una normativa que establece la imposición de unos deberes dirigidos a la puesta en conocimiento de determinados hechos o revelaciones; en segundo lugar, una disciplina que considerando al tipo de información denominada como *«privilegiada»* como el centro del sistema, faculta la presencia de deberes de acción y de omisión, y , en tercer lugar, una pauta que, orientada a evitar prácticas que falseen la libre formación de los precios, atiende a prohibir la difusión de información falsa o engañosa.

De esta forma se pone de manifiesto, en primer término, que desde las normas de conducta se imponen a los emisores unas reglas de comportamiento dirigidas a establecer deberes en sentido positivo o de acción, a efectos de permitir el conocimiento de hechos o datos relevantes que afectan al inversor y al mercado y que se constituyen en un recurso esencial para proteger a los clientes en la adopción de sus decisiones de inversión.

Efectivamente, es por ello por lo que se le viene a imponer a los emisores, desde los arts. 85 y 89 LMV, la obligación de poner en conocimiento hechos o informaciones a

---

abril de 1989, tal y como indican TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J.: «La adaptación del derecho español del mercado de valores al derecho comunitario» *RDBB,* núm. 44, 1991, p. 984; CACHÓN BLANCO, J.E.: «El principio jurídico de protección al inversor…», *op. cit.,* p. 640, y RECALDE CASTELLS, A.: «Los valores negociables ¿concepto delimitador del derecho del mercado de valores?», *RDBB,* núm. 74, 1999, p. 101, la política de transparencia informativa comunitaria se retrotrajo desde el mercado secundario de valores hacia el mercado primario, de igual modo que lo efectuó nuestra LMV, junto con el derogado RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta, y el RD de 4 de noviembre de 2005.

iniciativa de la CNMV. Ahora bien, este requerimiento, al que se le vincula además un mecanismo de control ejercitado mediante la exigencia de una categoría de responsabilidad administrativa ante su falta de cumplimiento(21), resulta utilizado de una forma distinta en ambos preceptos legales, tanto en lo relativo al contenido que viene a detentar la información de carácter complementario, como en lo referente a su forma de divulgación.

Esto se debe a que, en primer término, se advierte que el ejercicio de las funciones de carácter informativo que son atribuidas a la CNMV, desde el art. 85 LMV(22), viene otorgado como instrumento de actuación en el desarrollo de sus facultades de supervisión e inspección y que, por lo tanto, los deberes informativos exigidos serán los necesarios para que el citado órgano rector pueda realizar su labor de cierre del sistema esencial para la eficiencia de las normas(23), mientras que, desde el art. 89 LMV, la realización de tales actuaciones se justifican en la pretensión de hacer efectivo el principio de protección del inversor que demanda de una adecuada tutela, y que origina que las exigencias informativas reclamadas sean aquellas que procedan a poner en conocimiento inmediato situaciones que puedan afectar a la negociación de los valores.

Pero además, y en segundo lugar, lo anterior también se debe a que, si bien las informaciones que haya recibido la CNMV, en el ejercicio de sus funciones relacionadas con

---

(21) *Vid.* art. 100.b LMV.

(22) En aras de que las funciones de supervisión e inspección puedan ser realizadas óptimamente, la CNMV, dispondrá en función de lo establecido en el art. 85 LMV, del derecho a:

a) Acceder a cualquier documento bajo cualquier forma y recibir una copia del mismo.
b) Requerir información de cualquier persona y, si es necesario, citar y tomar declaración a una persona para obtener información.
c) Realizar inspecciones con presencia física en cualquier oficina o dependencia de las entidades y empresas.
d) Requerir los registros telefónicos y de tráfico de datos de que dispongan.
e) Requerir el cese de toda práctica que sea contraria a las disposiciones establecidas en esta Ley y sus normas de desarrollo.
f) Solicitar el embargo o la congelación de activos.
g) Exigir la prohibición temporal para ejercer actividad profesional.
h) Recabar de los auditores de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales cualquier información que hayan obtenido en el ejercicio de su función.
i) Adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse que las empresas de servicios de inversión y los mercados secundarios oficiales sigan cumpliendo los requisitos legales.
j) Acordar la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que las personas físicas o jurídicas puedan hacer en el mercado de valores.
k) Acordar la suspensión o exclusión de la negociación de un instrumento financiero ya sea en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación.
l) Remitir asuntos para su procesamiento penal.
m) Autorizar a auditores o expertos a llevar a cabo verificaciones o investigaciones, de acuerdo con lo previsto en la letra c) del apartado 4 del artículo 91 LMV
n) En el ejercicio de la función de comprobación de la información periódica a que se refiere el artículo 35.4 de la LMV, la CNMV podrá recabar de los auditores de cuentas de los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europa, mediante requerimiento escrito, cuantas informaciones o documentos sean necesarios, de conformidad con lo establecido en la Ley 19/1988, de 11 de julio, de Auditoría de Cuentas.

(23) Entendiendo por tales las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el art. 84.1 y 2 LMV, o a la actividad relacionada con el mercado de valores y que sean de obligatoria aplicación (art. 95. 3 LMV).

la supervisión e inspección, no podrán ser divulgadas[24] a no ser que la propia CNMV requiera a los emisores a que la hagan pública, y que, de no hacerlo, lo realice ella misma (art. 85 LMV), desde el art. 89 LMV se viene a contemplar que la exigencia de difusión de la información se tendrá que producir invariablemente y de un modo directo frente al público inversor.

Asimismo, los emisores también son objeto de otras exigencias en su conducta. Ahora bien, el recurso a lesta ya no resulta utilizado como deber a efectos de permitir el conocimiento y difusión de hechos.

Efectivamente, la eficiencia presupone la máxima y continua producción de informaciones, seguida de su conversión en valoraciones y previsiones y su posterior difusión. Pero el uso de la información también puede conllevar efectos negativos derivados de su utilización de forma abusiva, ilícita, con una exclusiva finalidad especulativa, y desprovista de consideraciones de tipo moral, en cuanto despreocupada en consecuencia del respecto de las mínimas reglas de conducta a las que han de someterse los que intervienen en el mercado de valores.

---

(24) Este deber de secreto profesional regulado en el art. 90. 4. LMV, contempla las siguientes excepciones:

a) Cuando el interesado consienta expresamente la difusión, publicación o comunicación de los datos.
b) La publicación de datos agregados a fines estadísticos, o las comunicaciones en forma sumaria o agregada de manera que las entidades individuales no puedan ser identificadas ni siquiera indirectamente.
c) Las informaciones requeridas por las autoridades judiciales competentes o por el Ministerio Fiscal en un proceso penal, o en un juicio civil.
d) Las informaciones que, en el marco de los recursos administrativos o jurisdiccionales entablados sobre resoluciones administrativas dictadas en materia de ordenación y disciplina de los mercados de valores, sean requeridas por las autoridades administrativas o judiciales competentes.
e) Las informaciones que la CNMV, tenga que facilitar para el cumplimiento de sus respectivas funciones a las Comunidades Autónomas con competencias en materia de Bolsas de Valores; al Banco de España; a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones; a las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales con el objeto de garantizar el funcionamiento regular de los mismos; a los fondos de garantía de inversores; a los interventores o síndicos de una empresa de servicios de inversión o de una entidad de su grupo, designados en los correspondientes procedimientos administrativos o judiciales, y a los auditores de cuentas de las empresas de servicios de inversión y de sus grupos.
f) Las informaciones que la CNMV, tenga que facilitar a las autoridades responsables de la lucha contra el blanqueo de capitales en aplicación de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, así como las comunicaciones que, de modo excepcional, puedan realizarse en virtud de lo dispuesto en los artículos 93 y 94 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria, previa autorización indelegable del Ministro de Economía y Hacienda. A estos efectos, deberán tenerse en cuenta los acuerdos de colaboración formalizados por la CNMV, con autoridades supervisoras de otros países.
g) Las informaciones requeridas por una Comisión Parlamentaria de Investigación, en los términos establecidos por su legislación específica.
h) Las informaciones que la CNMV, decida facilitar a un sistema o cámara de compensación y liquidación de un mercado español, cuando considere que son necesarias para garantizar el correcto funcionamiento de dichos sistemas ante cualquier incumplimiento, o posible incumplimiento, que se produzca en el mercado.
i) Las informaciones que la CNMV, tenga que facilitar, para el cumplimiento de sus funciones, a los organismos o autoridades de otros países en los que recaiga la función pública de supervisión, siempre que exista reciprocidad, y que los organismos y autoridades estén sometidos a secreto profesional en condiciones que, como mínimo, sean equiparables a las establecidas por las leyes españolas.
j) Las informaciones que por razones de supervisión prudencial o sanción, la CNMV, tenga que dar a conocer al Ministerio de Economía y Hacienda o a las autoridades de las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores.

Así pues, con la finalidad de luchar contra el uso abusivo de las informaciones privilegiadas que repercuten en la transparencia y eficiencia del mercado y que impiden garantizar el principio de igualdad entre los inversores, desde la perspectiva de una tutela inmediata de éstos como parte débil de la relación, se procede al recurso de la exigencia de obligaciones de naturaleza informativa como una útil herramienta que realiza, ahora, funciones de represión de los abusos del mercado y ello mediante la exigencia de deberes informativos en sentido positivo o de acción, al dirigirse a la salvaguarda de las informaciones privilegiadas, y deberes negativos o de omisión, orientados a la abstención en la realización de conductas informativas u operativas en el mercado de valores utilizando información confidencial.

Así pues, es por lo que, desde los arts. 81 y 83 bis.2 LMV, se vienen a establecer una serie de exigencias en la conducta tanto de acción como de omisión que tienen su eje en el concepto de información privilegiada[(25)]. Esta circunstancia se debe a que la delimitación del círculo de sujetos obligados es subsidiaria de la propia definición de información privilegiada, en tanto que es la mera disposición de ésta la que obliga a unas conductas y, por lo tanto, es la que atiende a reportar a los emisores en cuanto a la tenencia de esta, su deber de vinculación con tales deberes.

Finalmente, y en tercer lugar pues, los emisores igualmente son objeto de otras exigencias en su conducta como instrumento que permita evitar prácticas que falseen la libre formación de los precios en el mercado.

De esta forma, es por lo que desde el art. 83.1.c ter LMV se viene a establecer como exigencia en la conducta de los emisores, desde su consideración como sujetos ubicados en el ámbito general relativo a los que actúan o se relacionan en el mercado de valores, del deber negativo o de omisión de abstenerse de difundir información a través de los medios

---

(25) En función de lo establecido por el art. 81.1 LMV [*vid.* HERNÁNDEZ SAINZ, E.: *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson-Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, pp. 6 y ss.; ENTRENA RUIZ, D.: *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*, Thomson-Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2006, pp. 11 y ss.; MONROY ANTÓN, A. J.: «El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada…», *op. cit.,* p. 78; RODRÍGUEZ MOURULLO, G.: «La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no», *ARAJL,* núm. 37, 2007, p. 603; MINGUELL ELEIZALDE, B.: «Información privilegiada», en AA.VV., *Instituciones del mercado financiero. El mercado de valores, organización, control y sujetos intervinientes,* t. VI, ed. La Ley, Madrid, 1999, pp. 3969 y ss.; TAPIA HERMIDA, A.J.: *Derecho del mercado de valores,* ed. Cálamo, Barcelona, 2003, pp. 3321 y ss.; PRAT RODRIGO, M.: *El uso ilegal de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones,* ed. Deusto, Bilbao, 1990, pp. 36 a 42; MARTÍNEZ FLORES, A.: «Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la Ley del mercado de valores), en AA.VV., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero,* t. III, ed. MacGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 2811 y ss.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A. J.: «El abuso de información privilegiada (insider trading) y operaciones de iniciados», *RDBB,* núm. 28, 1987, pp. 790 y ss.; ZURITA, J.: «The Spanish System of Insider Trading Regulation», en *European Insider Delaing Law and Practice,* Hops y Wymmersch eds., Londres-Boston, 1991, *id.*: «El régimen español sobre insider trading y la propuesta de directiva comunitaria», en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena,* Madrid, 1991, pp. 1254 y ss.; TAPIA HERMIDA, A.: «La prohibición de revelar información privilegiada: su delimitación y alcance para los miembros del órgano de administración o de control elegidos por los trabajadores», *RDBB,* núm. 109, 2008, pp. 31 a 131] se entiende por información privilegiada *«toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación».*

de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando quien los divulga supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

3. Las sociedades cotizadas

Como tercera de las categorías de sujetos a las que se les viene a obligar al cumplimiento de las normas de conducta contenidas en su mayoría en el título VII de la LMV, nos encontramos con las sociedades cotizadas, que son aquellas sociedades emisoras cuyos valores han sido admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de valores (art. 495 del RD Legislativo 1/2010, de 2 de julio).

Así, las sociedades cotizadas se presentan como un subtipo de las sociedades anónimas abiertas dotadas de un estatuto jurídico característico[(26)]. La razón de ser de tal circunstancia se debe a que están permanentemente sometidos a la normativa societaria y además a la mobiliaria.

Pero es necesario advertir que cuando a las sociedades cotizadas se les impone una disciplina de comportamiento a través de las normas de conducta se les viene a requerir más desde su consideración individual que por su ubicación en el marco de la generalidad de los sujetos que forman parte del amplio ámbito funcional de aplicación que prevé el art. 80 LMV, es decir de *«cuantas personas realicen actividades desarrolladas en el mercado de valores»*.

La razón de ser de tal apreciación se debe a que, si bien cuando el art. 80 LMV enumera a los sujetos obligados a las normas de conducta no las menciona expresamente, la alusión posterior que realiza el legislador en el desarrollo normativo de las concretas exigencias disciplinarias al hecho o decisión de influencia en la cotización de los valores hace que nos tengamos que remitir finalmente al ámbito específico de las sociedades cotizadas.

De esta forma, las sociedades cotizadas quedan vinculadas en el marco normativo del mercado de valores a un conjunto de deberes disciplinarios que fundamentalmente permiten ser calificados como de transparencia.

La razón de ser de tal circunstancia se debe a que las sociedades cotizadas comprometen diariamente el ahorro de miles de pequeños y medianos inversores en la negociación de los valores que emiten y están admitidos en un mercado regulado, obteniendo con ello un cauce privilegiado de financiación con cargo a sus recursos propios (acciones) o ajenos (obligaciones), por lo que es justo que ofrezcan al mercado de valores una mayor transparencia.

---

(26) Sobre las sociedades cotizadas *vid.* AA.VV. (dir. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas,* ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2005; CANDELARIO MACÍAS, M. I.: *Tutela de la minoría en la sociedad cotizada en bolsa: examen de los derechos políticos-administrativos,* ed. Atelier, Barcelona, 2007, 431 pp.; AA.VV. (coord. VIVES, F., PÉREZ-ARDÁ, J.), *La sociedad cotizada,* ed. Marcial Pons, Madrid, 2006, 1032 pp.; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, A.: *El aumento del capital de la sociedad cotizada,* ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, 198 pp.; ALBELLA AMIGO, S.: *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada,* ed. Comares, Granada, 2006, 260 pp.

En efecto, de esta forma también a las sociedades cotizadas les resulta de aplicación un conjunto de normas que, procedentes del mercado de valores, quedan identificadas por su ubicación en torno a un ámbito general de confianza pública sobre el debido comportamiento en el mercado con la finalidad de garantizar que el desarrollo de las prestaciones se efectuará en torno a los criterios de profesionalidad, moralidad y corrección.

En este caso, la técnica legislativa que se adopta viene a configurarse a través de dos mecanismos.

Estos son, en primer término, una normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado y, en segundo lugar, una disciplina interna que faculta la presencia de normas autorreguladoras[27].

En efecto, como consecuencia en primer término de tal circunstancia, a las sociedades cotizadas les resultan de aplicación unas normas de conducta compuestas por normas legales que les imponen los siguientes deberes:

1.º Cuando se dispusiera de información privilegiada, entendiendo por tal toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la LMV, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación, se tendrá en función de lo preceptuado en los arts. 81 LMV y 1 del RD 1333/2005, de 11 de noviembre, así como en la Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la CNMV, la obligación de salvaguardarla adoptando las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal. Pero además, ante la tenencia de tal información también se requerirá la prohibición de abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las siguientes conductas:

— Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera.

— Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.

— Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.

(27) Así pues, se advierte en nuestro ordenamiento jurídico, en aras de garantizar el correcto funcionamiento de un mercado, un equilibrio entre la regulamentación, esto es, la normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y la libertad, es decir, la disciplina interna de los operadores financieros que faculta la presencia de unas normas autorreguladoras que traten de reforzar la idea de profesionalidad en el sector.

2.º Hacer público y difundir inmediatamente al mercado toda información relevante (art. 82 LMV).

3.º Durante las fases de estudio o negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera que pueda influir de manera apreciable en la cotización de los valores o instrumentos financieros afectados, tienen en función de lo establecido en el art. 83 bis 1 LMV, la obligación de:

— Limitar el conocimiento de la información estrictamente a aquellas personas, internas o externas a la organización, a las que sea imprescindible.

  En este sentido y en función de lo establecido en el art. 7 del RD 1333/2005, de 11 de noviembre, se viene a indicar que quedarán excluidos del deber de información al público los actos de estudio, preparación o negociación previos a la adopción de decisiones que tengan la consideración de relevantes, pudiendo en particular acogerse a tal circunstancia los supuestos siguientes:

  – Negociaciones en curso, o circunstancias relacionadas con aquéllas, cuando el resultado o el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la difusión pública de la información. En concreto, en el caso de que la viabilidad financiera del emisor esté en peligro grave e inminente, aunque no sea aplicable la legislación concursal, la difusión al mercado se podría retrasar durante un plazo limitado, si tal difusión pudiera poner en grave peligro el interés de los accionistas existentes y potenciales debilitando la conclusión de negociaciones específicas concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo del emisor.
  — Decisiones adoptadas o contratos celebrados por el órgano de administración de un emisor que necesiten la aprobación de otro órgano del emisor para hacerse efectivos, cuando la organización de ese emisor exija la separación entre dichos órganos, siempre que la difusión pública de la información anterior a esa aprobación, junto con el anuncio simultáneo de que dicha aprobación está pendiente, pusiera en peligro la correcta evaluación de la información por parte del mercado.

  Además, para asegurar la confidencialidad de esa información la sociedad tendrá que controlar el acceso a ésta y, en particular, deberán adoptar las medidas necesarias para negar el acceso a esa información a personas que no sean los que deban tenerla en el ejercicio de sus funciones, garantizar que las personas que tengan acceso a esa información conozcan las obligaciones legales que implica y sean conscientes de las sanciones relacionadas con el uso inadecuado o impropio de dicha información, así como difundir inmediatamente la información en el caso de que la sociedad no pudiera garantizar la confidencialidad de la información relevante pertinente.

— Llevar, para cada operación, un registro documental en el que consten los nombres de las personas a que se refiere el apartado anterior y la fecha en que cada una de ellas ha conocido la información[(28)].

(28) En función de lo establecido en el art.8 del RD 1333/2005, de 11 de noviembre, en dichos registros se deberá mencionar como mínimo la identidad de toda persona que tenga acceso a la información privilegiada, el motivo

— Advertir expresamente a las personas incluidas en el registro del carácter de la información y de su deber de confidencialidad y de la prohibición de su uso, así como de las infracciones y sanciones derivadas de su utilización inadecuada. Asimismo, también deberá informar a los interesados acerca de su inclusión en el registro y de los demás extremos previstos en la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal.
— Establecer medidas de seguridad para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información.
— Vigilar la evolución en el mercado de los valores por ellos emitidos y las noticias que los difusores profesionales de información económica y los medios de divulgación emitan y les pudieran afectar.
— En el supuesto de que se produzca una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados y existan indicios racionales de que tal evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, difundir de inmediato, un hecho relevante que informe, de forma clara y precisa, del estado en que se encuentra la operación en curso o que contenga un avance de la información a suministrar, todo ello sin perjuicio de lo establecido en el art. 82.4 LMV.

4.º Someter la realización de operaciones sobre sus propias acciones a medidas que eviten que las decisiones de inversión o desinversión puedan verse afectadas por el conocimiento de información privilegiada (art. 83 bis 2 LMV).

5.º Someter a los miembros de su órgano de administración y a los directivos a medidas que impidan el uso de información privilegiada sobre los valores emitidos por la propia sociedad u otras de su grupo (art. 83 bis 3 LMV).

6.º Sus administradores y directivos[29], así como las personas que tengan un vínculo estrecho con éstos[30], habrán de comunicar a la CNMV todas las operaciones realizadas sobre las acciones de las sociedades cotizadas (arts. 83 bis 4 LMV y 9 del RD 1333/2005, de 11 de noviembre, y Circular 2/2007, de 19 de diciembre). La notificación a la que se

---

por el que figuran en la lista, así como las fechas de creación y actualización de la lista. Asimismo, dicho registro habrá de ser actualizado inmediatamente cuando se produzca un cambio en los motivos por los que una persona consta en dicho registro, cuando sea necesario añadir una nueva persona a ese registro, así como en el caso en el que una persona que conste en el registro deje de tener acceso a la información privilegiada. Además la sociedad habrá de conservar los datos inscritos en el registro documental al menos durante cinco años después de haber sido inscritos o actualizados por última vez. Igualmente, deberá poner el registro a disposición de la CNMV, cuando ésta lo solicite.

(29) A los efectos de lo dispuesto en el art. 9 del RD 1333/2005, de 11 de noviembre, se entenderá por directivo cualquier responsable de alto nivel que tenga habitualmente acceso a la información privilegiada relacionada, directa o indirectamente, con la sociedad y que, además, tenga competencia para adoptar las decisiones de gestión que afecten al desarrollo futuro y a las perspectivas empresariales de esta.

(30) A los efectos de lo dispuesto en el art. 9 del RD 1333/2005, de 11 de noviembre, se entenderá por persona que tiene un vínculo estrecho con los administradores o directivos el cónyuge del administrador o directivo o cualquier persona unida a éste por una relación de afectividad análoga a la conyugal, conforme a la legislación nacional, así como los hijos que tenga a su cargo y aquellos otros parientes que convivan con él o estén a su cargo, como mínimo, desde un año antes de la fecha de realización de la operación. Además, también se considerarán como tales cualquier persona jurídica o cualquier negocio jurídico fiduciario en el que los administradores o directivos o las personas anteriormente señaladas sean directivos o administradores; o que esté directa o indirectamente controlado por alguno de los anteriores; o que se haya creado para su beneficio; o cuyos intereses económicos sean en gran medida equivalentes a los de los anteriores.

refieren estos preceptos habrá de efectuarse en los cinco días hábiles siguientes a aquél en el que tiene lugar la transacción. Además, dicha notificación deberá incluir el nombre de la persona que ejerza un cargo directivo en la sociedad o, cuando proceda, el nombre de la persona que tenga un vínculo estrecho con ella, el motivo de la obligación de notificación, el nombre de la sociedad, la descripción del valor financiero, la naturaleza de la operación, la fecha y el mercado en el que se haga la operación, así como el precio y volumen de esta.

7.º Abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios (arts. 83 ter LMV, 2 y 3 del RD 1333/2005, de 11 de noviembre). En base al art. 83 ter LMV, se concreta esta obligación considerando como prácticas prohibidas:

1.º Las operaciones u órdenes que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros, o que aseguren por medio de una o varias personas el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate.
2.º Las operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación.
3.º La difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

Pero, además de todo lo anterior, y de tal forma en segundo lugar, también aquella técnica jurídica de tutela adoptada por las normas de conducta se configura desde la exigencia a las sociedades cotizadas de normas disciplinarias internas elaboradas por la propia sociedad.

Esta circunstancia se refleja en el requerimiento establecido desde el art. 80.2 LMV, de tener que elaborar un reglamento interno de conducta que tendrán que remitir a la CNMV, y en el que deberán incorporar las previsiones contenidas en los arts. 82 y 83 bis LMV, así como en sus disposiciones de desarrollo, y todo ello junto a la exigencia de tener que remitir un compromiso por escrito que garantice la actualización de dichos reglamentos internos de conducta y que su contenido es conocido, comprendido y aceptado por todas las personas pertenecientes a la organización a los que resulte de aplicación[31].

4. Resto de personas o entidades que realicen actividades en el mercado de valores

Como cuarta de las categorías de sujetos a las que se les viene a obligar al cumplimiento de las normas de conducta nos encontramos con «*los analistas y en general cuantas*

(31) Desde el art. 80.2 LMV se viene además a indicar que en aquellos casos en que se detectase que el contenido del reglamento interno de conducta no se ajustase a lo dispuesto anteriormente o no es adecuado a la naturaleza o al conjunto de actividades desarrollado, la CNMV podrá requerirle para que incorpore al reglamento cuantas modificaciones o adiciones juzgue necesarias.

personas o entidades realicen de forma directa o indirecta actividades relacionadas con los mercados de valores» (art. 80.1 LMV).

De esta forma, pues, quedan afectas a las normas de conducta contenidas en el título VII, capítulo II de la LMV las entidades que desarrollan una intermediación informativa en el mercado de valores recabándola de los emisores sobre sus propias características y las de los valores que emiten y plasmándola en forma de recomendaciones operativas, propias de los asesores de inversiones y analistas financieros[(32)], o de evaluaciones de la solvencia de los emisores para hacer frente a las obligaciones derivadas de los valores que emiten. Estas últimas evaluaciones son las propias de las Agencias de Calificación Crediticia o *«rating»* (en adelante, identificadas como ACC).

Como consecuencia de lo anterior, a tales personas y entidades les son objeto de exigencia:

1.º Obligaciones en relación con la información privilegiada que detentan como consecuencia del acceso a la información confidencial que pueden ser objeto de detentar (art. 81 LMV).

2.º Mandatos en referencia a asegurar la existencia de una separación informativa interna que impida el flujo de información privilegiada entre las distintas áreas de la actividad, de forma que se garantice que cada una de éstas tome de manera autónoma sus decisiones y que se eviten conflictos de interés (art. 83.1 LMV).

Así pues, estarán obligadas a establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas, instalar adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas, definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada, así como elaborar y mantener actualizada una

(32) Si bien, tal y como advierte BELANGO GARÍN, B.: «Los analistas de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación», *RDBB,* núm. 99, 2005, p. 160, los analistas se caracterizan por ser profesionales que no forman parte de un colectivo homogéneo, sino que por el contrario su actividad se desenvuelve bajo circunstancias diversas, el Informe de la Comunidad Europea titulado «Financial Analyst: Best practices in an integrated European financial market», de 4 de septiembre de 2003, elaborado en aras del estudio y sistematización de los analistas financieros, ha permitido sistematizar a los principales tipos de analistas. Siguiendo tales pautas estos permiten clasificarse en:

— *Sell-side equity analist:* Es un analista que cubre uno o más sectores económicos y que es empleado de intermediarios financieros tales como agencias y sociedades de valores. Sus recomendaciones son a menudo distribuidas entre los clientes o incluso pueden ser difundidas entre el público. Representan el 30% del mercado, *Vid.* FISH, J.E. y SALE, H. A.: «The securities analysts as agent: the regulation of analysts», *Iowa Law Review,* núm. 88, 2003, p. 1041.

— *But-side equity analyst*: Es un analista empleado por un inversor institucional. A diferencia del anterior sus recomendaciones no suelen publicarse o divulgarse fuera de la empresa. Suelen estar directamente involucrados en la gestión de los fondos. Aproximadamente el 60% de los analistas que trabajan hoy en el mercado están incluidos en esta categoría. FISH, J. E. y SALE, H. A.: «The securities analysts as agent…», *op. cit.,* p. 1041.

— *Independent analysts*: Son los que proporcionan análisis sin poseer ningún tipo de relación con las empresas que cubren. Muchos de estos analistas proveen sus informes bajo suscripción o bajo otro tipo de honorario. Aunque ésta es la clasificación generalmente aceptada, CHOI, S. J. y FISH, J. E.: «How to fix Wall Street: a voucher Financing proporsal for securities intermediaries», *Yale Law Journal*, núm. 113, 2003, p. 284, parten por el contrario de entender por *sell side analysts* a aquellos que proporcional directamente informes sobre valores a los inversores, incluyendo entre ellos a los analistas independientes.

lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información.

3.º Deberes dirigidos a requerir un comportamiento leal e imparcial cuando publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados (art. 83.2 LMV)[33].

4.º Exigencias dispuestas a prohibir la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios de los valores en el mercado (art. 83 ter LMV).

Así pues, con la pretensión de impedir que el uso de este cauce pueda ser utilizado para difundir de una forma dolosa o culposa información que no sea veraz, es por lo que se viene a prohibir la difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

IV. PRINCIPIOS ÉTICOS VERSUS PRECEPTOS DE OBLIGATORIA APLICACIÓN: VÍAS PARA LA RECLAMACIÓN DE RESPONSABILIDADES

Pese a todo lo anterior, se plantea la controversia sobre hasta qué punto estas exigencias de conducta son meramente el reflejo de una serie de principios éticos orientadores de la actuación de los operadores del mercado de valores cuyo incumplimiento no generaría responsabilidades, o si por el contrario se trata de preceptos de obligatoria aplicación a los que se les viene a reportar conjuntamente un adecuado sistema de responsabilidad, de tal forma que permitan distinguir con claridad frente al público inversor de la existencia de un medio eficaz tanto de naturaleza reintegradora en el supuesto de daños ocasionados a sujetos determinados como de carácter preventivo, a efectos de disuadir la vulneración de los límites de tolerancia establecidos por la norma.

Así las cosas, la primera consecuencia que se permite contemplar derivada de la infracción de las normas de conducta es el nacimiento de responsabilidades de naturaleza administrativa.

En efecto, en función de las facultades coercitivas detentadas por las autoridades supervisoras de las entidades financieras en aras del interés público que justifica la intervención, y operando como cierre del sistema esencial para la eficiencia de las normas, desde el capítulo II correspondiente al Título VIII de la LMV se viene a concretar el régimen sancionatorio que resultará de aplicación en caso de que se produjese su incumplimiento a

(33) Si bien, para el caso concreto de las ACC, éstas no pueden calificarse en sentido propio como asesores de inversiones (*vid.* TAPIA HERMIDA, A.J.: «Naturaleza y funciones de las agencias de calificación crediticia», *Perspectivas del sistema financiero,* núm. 103, 2011, p. 22), ello no obsta a que puedan prestar servicios accesorios de asesoramiento de inversiones y de que puedan extralimitar, en ciertos casos, sus opiniones para incluir recomendaciones, implícitas o explícitas, de inversión.

través de una serie de menciones en las que se concretan la vulneración de las normas de conducta establecidas en el Título VII de esta Ley[34].

Pero nada dicen estas disposiciones sancionatorias de una forma expresa en relación con la infracción de las normas disciplinarias contempladas tanto en el código general de conducta como en el reglamento interno de conducta.

Así las cosas, se podría argumentar que tales disposiciones, al no poder ser denominadas como normas de ordenación y disciplina al no acoger directamente la noción contemplada por el art. 95.2 LMV, que las define como *«las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el art. 84.1 de esta Ley o a la actividad relacionada con el mercado de valores de las personas o entidades a que se refiere el núm. 2 del mismo y que sean de obligada observancia de las mismas»*, no podría tampoco considerarse que con su incumplimiento se incurriese en una responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en el Capítulo II del Título VIII de la LMV.

Ahora bien, dado que, desde la LMV, se exige que en tales normas disciplinarias se tendrá que proceder a concretar los preceptos contemplados en el Título VII LMV y en sus disposiciones de desarrollo, en cuanto su contenido sea una concreción de lo previsto en tales normas, sí que podrán considerarse como norma de ordenación y disciplina del mercado de valores, y, por consiguiente, sí que se posibilitará de tal forma dar lugar a la imposición de las correspondientes sanciones administrativas a través del precepto contemplado en el art. 100 t LMV, en el que se procede a tipificar la vulneración de las normas de conducta en un sentido general.

No obstante lo anterior, también la vulneración de las normas de conducta puede ir más allá de la sanción administrativa, y no ya sólo por las que resulten de aplicación con arreglo a la legislación laboral.

En efecto, esta circunstancia se debe al poder venir a significar la utilización de la información privilegiada una infracción —de forma independiente a la administrativa— de preceptos penales contemplados en los arts. 285 y 286 del Código Penal[35], al significar un verdadero hurto, ya que el beneficio logrado por quienes han utilizado este tipo de información ha sido a costa de quienes no han tenido acceso a la misma a la cual tenían derecho por ser de público interés para los inversores.

Pero además, puesto que también, se estiman de aplicación mecanismos civiles.

---

(34) En este sentido *vid.* sobre la vulneración del deber de llevar una ordenación adecuada el art. 99.1 e, e bis y l LMV; en relación con la sanción por el deber de prevenir y dejar constancia de cualquier tipo de interés el art. 99. 1 z LMV; en referencia a las infracciones en materia de información privilegiada los arts. 99. 1 o, o bis y 100.1 r y x LMV; en alusión a la violación de las obligaciones contempladas en el art. 83 ter LMV, los arts. 99.1 j y 100.1 w LMV, y en general reconociendo una sanción para la infracción de las normas de conducta establecidas en el Título VII de esta Ley, o en las disposiciones dictadas en su desarrollo, cuando no constituyan infracción muy grave, el art. 100.1 t LMV.

(35) Con respecto al tratamiento que sobre la utilización de la información privilegiada a efectos sancionatorios efectúa la LMV, el Código Penal establece una serie de diferencias. Estas son:

— La imposición de un límite cuantitativo, lo que hará que haya conductas que no sean sancionables penalmente y sin embargo sí lo sean por parte de la CNMV. En este sentido *vid.* BAJO FERNÁNDEZ, M.: *Compendio de derecho penal, parte especial,* ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1998, p. 601.

— La penalización agravada de la habitualidad de la conducta, tal y como expone MONROY ANTÓN, A.J.: «El bien jurídico protegido en el delito de información privilegiada» *RDBB,* núm. 98, 2005, p. 43.

Efectivamente, en el caso de que la infracción estuviese vinculada al uso de información privilegiada, se permitiría ejercitar a la contraparte una acción dirigida a la indemnización de los daños y perjuicios causados al amparo del art. 1902 C.c.

Esta circunstancia se debe a que cuando el sujeto utiliza una información privilegiada se produce un resultado dañoso equivalente a la diferencia existente entre el precio de mercado de los valores y el que efectivamente correspondería a éstos en él mismo si la información no pública se hubiera incorporado ya a las cotizaciones, por lo que se origina una relación de causalidad observada por la teoría de la equivalencia de las condiciones en la fórmula *conditio sine qua non,* y mediante la teoría de la condición ajustada a las leyes de la experiencia, ocasionándose así objetivamente una imputación del resultado dañoso a dicha conducta(36).

Pero además, puesto que si bien las normas de conducta no se podrán configurar como una normativa contractual, sí que denotan una incidencia en las relaciones individuales entre el intermediario y el cliente de forma indirecta que permite establecerlas como un mecanismo jurídico de protección en favor del cliente inversor. Esto se debe en tanto que las normas de conducta le permiten reclamar al inversor a través del ejercicio de una acción civil de responsabilidad extracontractual, el resarcimiento por los daños que se les hubiese ocasionado por una completa falta de ejecución de lo que es debido, o por su realización de un modo defectuoso.

En efecto, desde el sector del mercado de valores partimos de unas normas de conducta, configuradas como normativa dotada de una naturaleza puramente disciplinaria dirigida a la ordenación profesional de los operadores del mercado, y de una técnica en la dotación de potestad normativa a la CNMV que, establecida en los arts. 15 y 95.3 LMV, procede a la elaboración de unas circulares que resultan consideradas como fuente secundaria y subordinada a la ley.

Así pues, tales disposiciones son reglas de actuación de los operadores del mercado que no pueden escapar de lo puramente disciplinario, y por tanto en su calidad de normas de ordenación y disciplina de la actividad profesional no podrán incidir directamente en las relaciones contractuales con los clientes. Sólo se acepta la posibilidad del efecto contractual de estas normas acudiendo a la normativa general de los contratos. Esto se debe a que si el principio de la autonomía contractual de nuestro derecho privado sólo viene limitado por la ley, la moral y el orden público, cuando se permitiese encuadrar el incumplimiento de la entidad en preceptos legales se podría otorgar un efecto jurídico privado de esas disposiciones en los contratos, y se explicitaría que el incumplimiento de aquellas puede ir más allá de la sanción administrativa al incidir de forma indirecta en el ámbito de las relaciones contractuales.

De este modo, se permite estimar, atendiendo a la limitación del principio de libertad contractual contemplado en el art. 1.255 C. Civil, tal y como ya alguna jurisprudencia

---

(36) Insinuando este mecanismo con anterioridad a la LMV, se pronunciaron SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J.: «El abuso de información privilegiada (*insider trading*) y operaciones de iniciados», *RDBB,* núm. 27, 1987, p. 781, y posteriormente, corroborándolo, se manifestó MARTÍNEZ FLÓREZ, A.: «En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores», *RDM,* núm. 217, 1995, pp. 972, 975, 979 y 980.

menor ha puesto de manifiesto[37], que la normativa de ordenación del mercado de valores puede incidir de forma indirecta en los supuestos contractuales.

Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas dirigidas a garantizar el desarrollo de la intermediación misma mediante la imposición de obligaciones puntuales derivadas de valores y principios éticos ampliamente reconocidos devienen en vinculantes mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 C. civil, y 57 C.co.) y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia especifica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos, y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella[38], y que entendemos que se encuentra vigorizada, para este caso, por la exigencia y necesidad de acatamiento de las normas previstas por las propias disposiciones de ordenación y disciplina operantes en el mercado de valores, vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinado así que su práctica se torne inadmisible, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

Pero además, lo anterior también se produce porque la carencia de tales disposiciones podría incidir en el consentimiento de los contratantes. En efecto, si bien la transparencia no es un requisito esencial del contrato, su carencia sí que sería capaz de producir declaraciones viciadas de voluntad, por lo que se podría originar de tal forma la falta del primero de los requisitos esenciales del contrato contemplados en el art. 1.261 C. civil.

V. LA NECESIDAD DE UNA MENCIÓN A ESPECIAL A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: LAS NORMAS DE ÉTICA PROFESIONAL COMO VÍA PARA LA RECLAMACIÓN DE RESPONSABILIDADES

Ahora bien, si se habla de normas que regulan el comportamiento de las entidades que prestan sus funciones en el mercado de valores, se hace necesario proceder a un análisis más riguroso sobre su afectación a las ACC.

En efecto, esta circunstancia se debe a dos cuestiones previas:

1.º Porque las ACC son intermediarios reputacionales o de confianza, dado que los efectos de su actividad se producen por la confianza que desplieguen sobre los inversores.

Ciertamente, son tres los factores esenciales que deben ser tenidos en cuenta en el momento en el que el inversor debe adoptar la decisión de invertir, desinvertir o mantener un determinado valor en cartera. Estos son: la rentabilidad, como capacidad de producir rendimientos, la liquidez, como aptitud para desinvertir los recursos invertidos en dichos

(37) De este modo, la SAP de Sevilla de 5 de mayo de 1997 se pronunció otorgando eficacia jurídico privada a la normativa de ordenación del mercado de valores en la misma línea que para el sector bancario ya se había pronunciado la S. TS, de 28 de febrero de 1991, la SAP de Asturias de 19 de abril de 1996 y la SAP de Asturias de 29 de noviembre de 1996.

(38) En este sentido *vid.* las Sentencias del TS de 29-1-1965, 31-3-1982, 21-9-1987, 23-2-1988, 11-5-1988, 27-3-1991, 22-10-1992, 2-2-1996 y 9-10-1998.

valores, y el riesgo, como probabilidad de que el emisor de los valores no pueda cumplir total o parcialmente las obligaciones asumidas ante los inversores que los han adquirido.

Ahora bien, dado que todas las decisiones de contenido económico están determinadas, en gran medida, por la evaluación del riesgo en tanto que cualquier transacción, sea de la naturaleza que sea, implica asumir un cierto nivel de riesgo, entendido como la probabilidad de que las cosas tomen un curso diferente al esperado, y posiblemente que resulten en unos beneficios menores a los estimados, o incluso en pérdidas(39), es en este último factor donde incide directamente la actividad de calificación realizada por las ACC, en aras de satisfacer la necesidad de una valoración del riesgo de un modo profesional e independiente basada en la información disponible sobre los diferentes elementos de la transacción —fundamentalmente sintetizados en los relativos a los bienes o activos objeto del negocio y a quien elegimos como contraparte— y su interpretación.

Así pues, este suministro de la información sencilla, condensada y de fácil comparación dado por las ACC sobre el riesgo de la operación adopta un papel importante en los mercados al ayudar al inversor a incorporar a su proceso decisorio una información voluminosa, diversa y muy compleja sobre una inversión en particular(40) y al venirle a reportar un valor añadido.

En efecto, este activo valioso se produce porque a través del suministro de tal información se le viene a dispensar confianza al inversor al permitirle comprobar que las expectativas sobre las cosas y las personas implicadas en la transacción puedan ser realistas y acertadas, y así pues, cuanto más confiamos en que las cosas y las personas involucradas en el negocio son como esperamos, más impulsados nos sentimos a celebrar la operación prevista y a exponernos a las consecuencias que de ello deriven(41).

Esta confianza adquirida por los inversores sobre la base del valor añadido implícito en la información que suministran las ACC despliega sus efectos hasta tal punto que permite que sean consideradas como auténticos intermediarios reputacionales o de confianza(42).

Igualmente, es como consecuencia de tal generación de confianza por lo que las ACC han experimentado desde la originaria provisión de información a los inversores una evolución en sus funciones que ha permitido ir redefiniendo los rasgos distintivos de su perfil. En efecto, esta circunstancia se pone de manifiesto por el hecho de que las ACC:

a) Contribuyen a la eficiencia de los mercados.

---

(39) En este sentido *vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: «Las agencias de rating como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico», *RDBB,* núm. 120, 2010, p. 144, así como BENJAMIN, J.: *Financial Law*, Oxford University Press, Londres, 2007, p. 13, al venir a considerar en relación con la toma de decisiones en los mercados financieros que la «materia prima» objeto de negociación es, de hecho, el riesgo de crédito.

(40) En este sentido *vid.* el *Informe sobre las Actividades de las Agencias de Rating Crediticio* elaborado por el Comité Técnico de OICV/IOSCO en septiembre de 2003, p. 15.

(41) En este sentido *vid.* HILL, C. A. y O'HARA, E. A.: «A Cognitive Theory of Trust», 84 *Wash. U. L. Rev.* núm. 1717, 2006, p. 1724.

(42) Considerando a las ACC como intermediarios reputacionales o de confianza *vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: «Las agencias de rating…», *op. cit.,* pp. 146 a 149, y considerándolos como intermediarios informativos *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: «La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las agencias de calificación en los mercados de capitales», *RDBB,* núm. 100, 2005, p. 13.

En este sentido, la calificación de riegos cumple una función significativa para la eficiencia de los mercados de valores, tanto en sentido genérico, dado que permite que tales mercados cumplan adecuadamente su labor de transvase del ahorro a la inversión productiva, como en sentido específico, en tanto que posibilita que los mercados sean capaces de traducir en términos de cotización toda la información disponible en el mercado sobre los emisores de valores e instrumentos financieros, sobre estos últimos y sobre las circunstancias del mercado(43).

b) Reducen la asimetría informativa y el coste de financiación de los emisores en el mercado.

En efecto, por razón de su credibilidad, las calificaciones de riesgos contribuyen a reducir la asimetría informativa que existe entre los emisores de valores que apelan al ahorro del público inversor, conociendo la información esencial para evaluar su propia solvencia, y los inversores que adquieren aquellos valores, ignorando en muchas ocasiones datos esenciales para evaluar aquella solvencia y, en consecuencia, el riesgo de crédito que están asumiendo(44).

c) Proporcionan un instrumento de mitigación de eventuales responsabilidades, dado que la elección de emisiones calificadas por ACC, dignas de confianza con el grado de inversión, inmuniza, de algún modo, de la eventual responsabilidad por las decisiones de inversión adoptadas al destilar en sencillos símbolos fácilmente reconocibles las pautas de la diligencia esperada(45).

d) Se les atribuye un valor de certificación de la inversión por parte de ciertos inversores.

En efecto, los inversores en valores de renta fija suelen utilizar las calificaciones como criterio de contraste de sus propios análisis, mientras que los inversores en valores de renta variable emplean las calificaciones para evaluar el riesgo de insolvencia de un emisor a la vista de una multiplicidad de factores concurrentes. Pero, además, los inversores institucionales se sirven de las calificaciones porque los gestores de sociedades o fondos de inversión, fondos de pensiones o compañías de seguros suelen utilizarlas para ratificar o rechazar las opiniones de sus propios analistas, además de la ventaja que dichas calificaciones les reporta para determinar el cumplimiento de sus propias restricciones o políticas internas de inversión o de las exigencias regulatorias(46).

---

(43) A ambos sentidos de eficiencia se refiere TAPIA HERMIDA, A. J.: *Derecho del mercado de valores,* ed. Cálamo, Barcelona, 2003, pp. 18 y 19; *id.*: «La regulación internacional de la calificación de riesgos…», *op. cit.,* p. 14.

(44) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: «La regulación internacional de la calificación de riesgos…», *op. cit., p*p. 14 y 15. Además, es por tal circunstancia por lo que el *Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Rating Crediticio* elaborado por el Comité Técnico de OICV/IOSCO en diciembre de 2004 en su p. 3 insiste en que «*las agencias de rating crediticio deben esforzarse en emitir opiniones que ayuden a reducir la asimetría de información que existe entre los prestatarios y emisores de obligaciones y valores análogos y los prestamistas y adquirentes de obligaciones y valores análogos*».

(45) Advirtiendo tales efectos *vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: «Las agencias de rating…», *op. cit.,* p. 155 a 157; TAPIA HERMIDA, A. J.: «La regulación internacional de la calificación de riesgos…», *op. cit.,* p. 32; COFFEE, J.: *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, pp. 287 y 288.

(46) Poniendo de manifiesto tales consideraciones *vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: «Las agencias de rating…», *op. cit.,* p. 155 a 157; TAPIA HERMIDA, A. J.: «La regulación internacional de la calificación de riesgos…», *op. cit.,* p. 32.

e) Se les atribuye un valor regulatorio, bien en relación con la utilización de las calificaciones de riesgos para determinar la solvencia de las entidades de crédito (que es alternativo y más preciso que las tradicionales ponderaciones porcentuales de riesgo)[47], o bien vinculado a otras instituciones financieras en aras del cumplimiento de las normas de inversión por parte de los inversores institucionales o las corrientes de flujos financieros de los fondos de titulización[48].

---

(47) En el derogado art. 26 del Real Decreto 1343/1992 de 6 de noviembre por el que se desarrollaba la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras se venía a indicar la realización de una «ponderación de los elementos de riesgo» a efectos del cálculo del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito que iba desde el 0 por 100 para los riesgos frente a la Administración del Estado y el Banco de España hasta el 100 por 100 para los activos reales y los capitales de riesgo de toda clase, cualquiera que sea su emisor.

Pero frente a este sistema genérico y apriorístico de valoración de la solvencia de las entidades de crédito, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en su acuerdo de junio de 2004 sobre convergencia internacional de medidas y normas de capital (conocido como Basilea II, *vid.* SOLEY SANS, J. y RAHNEMA A.: *Basilea II. Una nueva forma de relación Banca-Empresa*, ed. McGraw-Hill, Madrid, 2004, p. 7 y ss.; MACHADO CABEZAS, A.: «Basilea II: la revolución para las entidades financieras», *Estrategia Financiera*, núm. 208, 2004, p. 3 y ss.; GASOL MAGRIÑÁ, J.: *La industria bancaria en el marco de Basilea II.* Ed. Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección, 2006, Barcelona, p. 1 y ss.; MARTÍNEZ VILCHES, R.: «Basilea II y la contabilidad de gestión bancaria», *Partida doble,* núm. 192, 2007, p. 1 y ss.; CARAZO HITOS, L.: «Basilea Reoaded», *Estrategia Financiera*, núm. 229, 2006, p 2 y ss.), propuso dos métodos de supervisión de la solvencia —el denominado método estándar y el método basado en calificaciones internas IRF (respecto de las titulaciones)— que exigen, total o parcialmente, la presencia de entidades externas e independientes calificadoras de riesgo (las denominadas Instituciones Externas de Evaluación del Crédito «External Credit Assessment Institutions», ECAIs) para hacer una evaluación más precisa de los riesgos que afectan a aquellas entidades. Este nuevo método de Basilea II se traspuso al Derecho comunitario mediante la Directiva de Adecuación de Capital de las entidades de crédito y las empresas de inversión aprobada por el Parlamento Europeo el 28 de septiembre de 2005.

Así pues, actualmente, desde el art. 18 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, se viene a reconocer que el valor de las exposiciones ponderadas por el riesgo se calcularán de acuerdo al método estándar contemplado en la sección 1.ª del capítulo III de la citada norma, o bien, si así lo autoriza el Banco de España, de acuerdo al método basado en calificaciones internas contemplado en la sección 2.ª del mismo capítulo.

Ahora bien, la actual crisis financiera iniciada en 2008 pone en discusión la efectividad de Basilea II y su regulación a partir de requisitos de capital como herramienta eficaz para garantizar la solvencia del sector financiero. Por el contrario, la definición del capital regulatorio ha contribuido en algunos aspectos a profundizar los efectos y duración de la crisis, obligando a las entidades financieras a restringir aún más el crédito, afectando más si cabe a la actividad empresarial, el empleo y el consumo. Además, la escasez de liquidez ha protagonizado los problemas de los últimos años, haciendo preciso elevar a primer nivel de importancia su control y gestión. Por último, los esquemas de medición de riesgos de crédito previstos por el Acuerdo no han sido suficientes para cubrir adecuadamente las operaciones de titulización.

Debido a los elementos anteriores, la situación exige una profunda revisión no sólo del Acuerdo de Capitales y su demostrado comportamiento procíclico, sino también del esquema de recapitalización de emergencia y de los procedimientos de resolución de insolvencia, más si cabe a la vista de las diferentes respuestas que tanto la Unión Europea como diversos países han dado hasta ahora.

Por todo ello, se inicia un proceso de cambios enmarcados en los documentos y recientes acuerdos que ya configuran Basilea III (*vid.* GUTIÉRREZ LÓPEZ, C.: «Regulación bancaria europea, crisis financiera y el nuevo acuerdo de Basilea III», *Estrategia Financiera*, núm. 280, 2011, p. 12 y ss.). Su implantación progresiva, que en algunos aspectos no llegará hasta 2018, supone, en resumen, un incremento de las exigencias de capital ya existentes, tanto en cuantía como en calidad, así como una mayor cobertura de las actividades de negociación, titulizaciones, exposiciones a vehículos de financiación fuera de balance y exposiciones al riesgo de crédito de contraparte mediante derivados. Adicionalmente, se introducen niveles de fondos propios que permitan anticiparse a períodos de estrés característicos de escenarios como el que acaba de producirse, y se incorporan coeficientes de cobertura de liquidez.

(48) *Vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: «Las agencias de rating…», *op. cit.,* pp. 155 a 157; TAPIA HERMIDA, A. J.: «La regulación internacional de la calificación de riesgos…», *op. cit.,* p. 32.

f) Las calificaciones de riesgo sirven de respaldo en el marco de contratos privados de préstamo, apertura de crédito, financiación, etc., realizados por las entidades de crédito[49].

g) En un contexto de alta sofisticación financiera y complejidad técnica, los *ratings* sirven como variable determinante en el proceso de inversión de sofisticados productos estructurados, dado que los inversores confían en ellos para fijar el rendimiento mínimo que aceptarán en una inversión dada.

2.º Dado el protagonismo que las ACC han ido adquiriendo en los últimos años ante el cuestionamiento de las variables clave de su activo reputacional, esto es, de su independencia, neutralidad, transparencia y calidad técnica, así como de su participación tanto en las crisis financieras localizadas, previas al verano de 2007, como en la crisis financiera global que vivimos desde entonces.

En efecto, en primer término llama la atención la concurrencia de situaciones susceptibles de generar conflictos de interés en la actuación de las ACC, a consecuencia, en muchas ocasiones, del hecho de que son los propios emisores de deuda los que pagan por las calificaciones. Del mismo modo, se llama la atención sobre la circunstancia de que se generan otras situaciones de dependencia que afectan a la imparcialidad de la evaluación. Se comprueba cómo no es infrecuente que las ACC presten servicios accesorios a los emisores de deuda —servicios de consultoría o estudios previos a una emisión de deuda—, con lo que su dependencia económica respecto de éstos se hace mayor, lo que puede afectar a su imparcialidad. De igual forma, se advierte cómo la posición de oligopolio que disfrutan las ACC en el ámbito de los mercados financieros limita las posibilidades de competencia efectiva en el sector y las coloca en una situación que les permite presionar para que se acepten sus tarifas, así como para imponer la prestación de servicios accesorios[50]. Además, también se cuestionan los métodos seguidos por las agencias para preservar la información confidencial a la que tienen acceso[51].

El segundo de los puntos críticos se centra en el escenario de las crisis financieras previas al verano de 2007, donde encontramos un ejemplo paradigmático en el que las ACC incurrieron en actuaciones negligentes[52].

---

(49) En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: «La regulación internacional de la calificación de riesgos…», *op. cit.,* p. 32.

(50) Sobre tales actuaciones *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: «Crisis, regulación y supervisión de los mercados financieros reflexiones urgentes sobre el papel de los intermediarios que prestan servicios de inversión, las instituciones de inversión colectiva y las agencias de calificación crediticia», *RDMV,* núm. 5, 2009, p. 55 y ss.; MORALEJO MENÉNDEZ, I.: «La incorporación de las calificaciones de créditos a la regulación de los mercados financieros. Las NRSOS», *RDBB,* núm. 119, 2010, pp. 81 y 82; YBÁÑEZ, J. y GARCÍA-FUERTES, G.: «La nueva regulación europea de las agencias de rating», *RDMV*, núm. 5, 2009, p. 4 y ss.; ALBA FERNÁNDEZ, M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: «Las agencias de rating…», *op. cit.,* p. 152 y 153; COFFEE JR., J. C.: *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, p. 284 y ss.

(51) *Vid.* SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: «Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, *Special Study,* january 24, 2003», p. 16 y ss.

(52) En efecto, con la crisis del sudeste asiático en 1998 empezaron a oírse las críticas a la actuación de estas entidades por organismos internacionales con ocasión de su actuación en la calificación de los riesgos financieros. Posteriormente, los mercados financieros internacionales se vieron convulsionados por escándalos financieros que se expandieron desde los EE.UU. —casos Enron, Worldcom, Xerox, Tyco, Brystol Myers— hacia Europa —caso

Finalmente, en el escenario de la crisis financiera global que se inició en el verano de año 2007 también encontramos indicios de claras negligencias en las calificaciones crediticias emitidas por las ACC, que produjeron daños tangibles a los mercados financieros en general y a los inversores en particular y que han venido a poner en evidencia los claroscuros concurrentes en la actuación de estas entidades(53).

Por estos motivos, y para que en tal contexto se pueda recuperar la seguridad necesaria para que la información suministrada por las ACC despliegue sus efectos, y así justifique la confianza que en ellas han depositado los reguladores al convertirlas en instrumento de sus políticas reguladoras, se plantea como ineludible contemplar cuáles son las normas de ética profesional que se les vienen a exigir, en aras a poder determinar si son o no objeto de obligado cumplimiento, y por ello si a través de ellas se posibilita determinar la posición de responsabilidad de las ACC que confiera así a los inversores la posibilidad de poder adoptar medidas defensivas frente a aquellas.

De esta forma, se hace particularmente necesario examinar las normas de ética profesional que han de resultar de aplicación a las ACC, para que se permita aclarar si es posible o no a través de ellas reivindicar su posición de responsabilidad en la realización de sus funciones.

Esta circunstancia se requiere con la pretensión de exigir la aplicación de una normativa ya existente que no desatienda el efecto disuasorio que tal sistema tiene en aras de prevenir comportamientos ilícitos.

Pero, además, también se demanda como forma de procurar al sujeto perjudicado por la inadecuada prestación de la actividad de una medida defensiva que permita la reintegración de la pérdida patrimonial sufrida en el intento de que su patrimonio retornase a una situación lo más cercana posible a la existente en ausencia de acto ilícito.

1. Ámbitos de aplicación y exigencias disciplinarias previstas por las normas de conducta

Las ACC son objeto de una serie de obligaciones legales de naturaleza disciplinaria como consecuencia del desarrollo de su actividad típica de calificación. Estas obligaciones legales se concretan en tres ámbitos, es decir, a nivel internacional, europeo y nacional.

Parmalat—, y que se caracterizaron por la concurrencia de actuaciones negligentes de las ACC, referidas a conductas tales como no requerir información suficiente para realizar las calificaciones, aceptar pasivamente la información de los directivos de la Compañía, ignorar las señales de alarma, no prestar la atención suficiente a la salud financiera a largo plazo y no investigar las estructuras financieras complejas.

(53) Es reconocido que en la actual crisis financiera originada en el mercado de hipotecas *subprime* estadounidense las ACC jugaron un papel importante. El 80% de estas operaciones de financiación estructurada contaban con las más altas calificaciones de las distintas agencias de calificación, lo que no impidió que, tras el estallido de la crisis, una gran mayoría de estas operaciones estructuradas sufriesen descensos significativos en sus calificaciones y, lo que es más significativo, comparativamente en un mayor número y porcentaje, que se produjesen descensos sufridos directamente por instituciones y gobiernos.

Otros ejemplos que ponen de manifiesto indicios de claras negligencias en las calificaciones emitidas por las ACC los brindan tanto el banco de inversiones Lehman Brothers, donde las ACC estuvieron otorgando las máximas calificaciones a los bonos emitidos por el banco mencionado hasta tres meses antes de su quiebra, cuando ya el banco mostraba los síntomas de una insolvencia irrecuperable, como la aseguradora AIG, que siguió mereciendo las máximas calificaciones crediticias en los momentos en que se precipitaba al abismo de la insolvencia.

A) Ámbito internacional

A nivel internacional se vienen a establecer desde el Código IOSCO, revisado en mayo de 2008, así como desde sus posteriores implementaciones, realizadas en referencia al código de conducta IOSCO para las ACC, de marzo de 2009, y sobre los principios relativos a las actividades de las ACC, de febrero de 2011, las medidas que deberán de cumplir las ACC, en el ejercicio de su actividad típica de calificación.

Estos mandatos, que afectan tanto a la estructura de las ACC como a los rasgos funcionales exigibles en el desarrollo de su labor, resultan concretados de forma sucesiva en principios así como en medidas dirigidas a su puesta en práctica, confieren de un margen de adaptación para el cumplimiento de la orden y tienen subordinada su valoración al juicio del mercado, al ser éste el que premiará a las ACC que cumplan las medidas o castigará a las que las ignore.

Así pues, para especificar cuáles son las obligaciones procedentes de tal ámbito, habrá que tomar como punto de referencia los cuatro principios de dirección diseñados por IOSCO. Estos son: la calidad e integridad en el proceso de calificación, la independencia y los conflictos de intereses, la transparencia y oportunidad de la revelación de calificaciones, y la información confidencial.

Así pues, siguiendo esta estructura:

1) El primer principio, esto es, la calidad e integridad en el proceso de calificación, configurado para ofrecer a los usuarios de las calificaciones crediticias evaluaciones de calidad producto de un análisis informado, se pone en práctica mediante el código de conducta IOSCO para las ACC, a través de la exigencia de una serie de medidas dirigidas a controlar los procesos diseñados para asegurar que la metodología empleada por las ACC para determinar las calificaciones de crédito sea empleada de forma sistemática y consistente por los analistas competentes, así como que los resultados puedan ser revisados. Estas medidas se concretan en:

— La diligencia exigible a las ACC y a sus empleados y analistas en el desarrollo de su actividad típica.

  Esta diligencia exigible se concreta en torno al arquetipo de la actuación de un profesional desde dos ámbitos de actuación. En primer término desde la observancia del grado de cualificación exigida para la prestación de la actividad, en tanto que las ACC, deben de disponer de personas que de manera individual o colectiva (en particular cuando se utilizan los comités de calificación) tengan conocimientos y experiencia adecuados para proporcionar una calificación crediticia para el tipo concreto al que se aplica(54). Y en segundo lugar, en función

(54) En efecto, en este sentido el código de conducta IOSCO para las ACC, revisado en mayo de 2008, indica en la medida 1.4 que *«las ACC deben de usar a las personas que, de manera individual o colectiva tengan conocimientos y experiencia adecuados para desarrollar una opinión de calificación para el tipo de crédito que se le aplica»*. Igualmente, el citado código hace referencia a la tenencia de las ACC de personal *«con la habilidad suficiente para hacer una evaluación adecuada»* y *«experiencia adecuada»* (medida 1.7), al deber de la ACC de utilizar equipos analíticos con un *«nivel necesario de conocimientos y recursos para llevar a cabo sus respectivas funciones en el momento oportuno»* (medida 1.9), así como la obligación de contar con analistas que cumplan con *«estándares altos de integridad»* (medida 1.13). En la misma línea, la medida 1.5 del código de conducta IOSCO para las ACC, revisado en mayo de

de las medidas requeridas para evitar declaraciones falsas o erróneas[55]. Como consecuencia de esta diligencia, la responsabilidad exigible ante una actuación negligente se establecerá observando el margen de desviación de la conducta de calificación efectiva respecto de la conducta de calificación debida en torno al paradigma del profesional.

— El deber de contar con una metodología de calificación rigurosa, sistemática y consistente que asegure que las opiniones que difunde una ACC se basa en un análisis exhaustivo de toda la información conocida y que da lugar a clasificaciones que pueden ser sometidas a alguna forma de validación objetiva basada en la experiencia histórica[56].

— El deber de vigilancia y actualización de las calificaciones crediticias emitidas entendido como exigencia de necesaria revisión de las calificaciones, en tanto que en un contexto esencialmente dinámico y cambiante, el mantenimiento de una calificación que fue emitida en su día en función de las circunstancias concurrentes sin que se efectúe la debida actualización puede convertirla por extemporánea en inadecuada, y por consiguiente, en engañosa para los inversores[57].

— El deber de revisión de la metodología y los modelos que utilizan las ACC, en aras de que resulte apropiada tanto para el tamaño y el alcance de sus servicios de calificación crediticia[58] como para la calificación de determinados productos estructurados[59].

2) El segundo principio, es decir, la independencia y los conflictos de intereses, configurado en aras de que las decisiones de calificación sean independientes y estén libres de presiones políticas o económicas, así como de evitar conflictos reales o potenciales de interés como consecuencia de la estructura de propiedad de la ACC, de otras actividades

---

2008, establece la obligación del cumplimiento por los empleados de una ACC *«de las disposiciones del código de conducta de las ACC, y de las leyes y reglamentos aplicables»*.

(55) Desde la medida 1.6 del código de conducta IOSCO para las ACC, revisado en mayo de 2008, se viene a indicar que *«las ACC y sus analistas deben de tomar medidas para evitar la emisión de cualquier análisis de crédito o informes que contengan declaraciones falsas o de otra manera de inducir a error en cuanto a la calidad crediticia general de un emisor u obligación»*.

(56) En este sentido *vid.* las medidas 1.1, 1.2 y 1.3 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(57) Así pues, y excepto para las calificaciones que indican claramente que no implican la vigilancia continua, desde la medida 1.9 del código de conducta IOSCO para las ACC se viene a determinar que, una vez que se publique una calificación, la ACC deberá supervisarla de manera continua y actualizada la misma mediante:

1.º La revisión periódica de la solvencia del emisor;
2.º La iniciación de un examen de la situación de la calificación en cuanto se conozca toda la información que razonablemente podría esperarse que resulte de la acción de calificación en consonancia con la metodología de calificación aplicable;
3.º Actualizando en forma oportuna la calificación, en su caso, sobre la base de los resultados de dicha revisión.

(58) En este sentido *vid.* la medida 1.7-2 del código de conducta IOSCO para las ACC, en donde se viene a indicar que *«una ACC, debe establecer y aplicar una función de revisión rigurosa dirigida a examinar periódicamente los métodos y modelos así como los cambios significativos en las metodologías que utilice»*.

(59) En este sentido *vid.* la medida 1.7-3 del código de conducta IOSCO para las ACC, en donde se viene a indicar que *«una ACC debe evaluar si las metodologías y modelos existentes para determinar las calificaciones crediticias son apropiados para determinados productos estructurados»*.

empresariales o financieras que pudiese prestar, o de los intereses financieros de sus empleados, se pone en práctica mediante el código de conducta IOSCO para las ACC, a través de la exigencia de una serie de medidas orientadas a establecer procedimientos diseñados para identificar y eliminar en la medida de lo posible actividades, procedimientos o relaciones que puedan comprometer la imparcialidad y objetividad de las operaciones de calificación crediticia. Las actuaciones en este campo se concretan en:

— Medidas dirigidas a las ACC en general, esto es, orientadas a establecer un criterio general de actuación configurado como mecanismo de prevención en aras de evitar el nacimiento del conflicto, así como disposiciones dirigidas a las ACC en particular, es decir, conducentes a reportar medidas instrumentales concretas que como mecanismo de gestión, prevea vías para poder resolver el conflicto de interés adecuadamente.

En efecto, así pues, en primer término y de un modo general, las medidas contenidas en el Código de Conducta IOSCO para las ACC contemplan la premisa de actuación independiente que debe estimarse en la actividad de calificación para impedir que se puedan emitir calificaciones crediticias vinculadas a presiones de tipo político o económico, y que por ello no estén influenciadas por factores no relacionados con la solvencia del emisor calificado[(60)].

En segundo lugar, y ahora de tal modo de una forma particular, también desde el comentado código se establecen pautas en función de las cuales se trata de hacer frente a conflictos de interés. Estas vías se articulan de dos modos.

- Desde la exigencia a las ACC, que hagan públicos los conflictos reales o potenciales de interés que puedan influir en las opiniones y análisis que realizan, así como que adopten procedimientos internos por escrito para evitarlos y gestionarlos oportunamente[(61)].
- Desde el requerimiento de la adopción de unas pautas que eviten que se produzcan determinados conflictos de interés inherentes a las actividad de calificación. Estas medidas son:

  a) Dado que las ACC, reciben de los emisores por su función calificadora unos honorarios y que por ello se pueden plantear conflictos derivados de que el emisor pretenda de esta forma condicionar la calificación, o porque la ACC se vea obligada a mejorar o no disminuir la calificación para conservar a sus clientes, desde el Código de Conducta IOSCO para las ACC, se prevé como mecanismo dirigido a mitigar estas presiones de tipo económico el deber de la ACC de revelar tanto sus acuerdos de remuneración con las entidades calificadas como el nombre de la entidad calificada cuando ésta contribuya de forma individual al 10% de sus ingresos anuales[(62)].

  b) En tanto que las ACC pueden prestar actividades accesorias, y que por ello se pueden plantear conflictos de interés de influencia recíproca procedentes de presiones

(60) En este sentido *vid.* las medidas 2.1, 2.2 y 2.3 del código de conducta IOSCO para las ACC, en donde se hace referencia al deber de las ACC de actuar ajenas al efecto potencial, económico o político, que puedan tener sus calificaciones, así como de mantener su independencia y objetividad.

(61) *Vid.* las medidas 2.6 y 2.7 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(62) En este sentido *vid.* la medida 2.8 del código de conducta IOSCO para las ACC.

de tipo comercial, tanto porque los emisores puedan intentar influenciar en la calificación que se les otorgue condicionando la contratación de servicios accesorios a la bondad de aquella como por que la ACC pueda presionar a los emisores con la promesa de una mejor calificación si contratan sus servicios complementarios(63), desde el Código de Conducta IOSCO para las ACC se establecen como instrumentos para tratar de corregir tal contexto tanto la declaración de un criterio general en el que se viene a manifestar que la calificación crediticia no puede verse afectada por la existencia o posibilidad de relación comercial entre una ACC (o sus filiales) y el emisor (o sus filiales)(64), como la adopción de una medida particular en función de la cual se les exige a las ACC la separación legal y operativa entre su actividad calificadora y los servicios accesorios de análisis o consultoría que puedan ofrecer, así como el requerimiento de la existencia de procedimientos y mecanismos que minimicen la probabilidad de que surjan conflictos de interés de tal multifuncionalidad(65).

c) Puesto que las ACC pueden tener vinculaciones financieras con los emisores calificados, y que por ello se pueden plantear conflictos de interés procedentes de presiones financieras en tanto que la ACC tenderá a efectuar una calificación benévola del riesgo que presenta un emisor participado por ella, desde el Código de Conducta IOSCO para las ACC se establece como instrumento para tratar de corregir tal contexto la prohibición de tales vínculos financieros con los emisores calificados(66).

— Medidas orientadas a los empleados y analistas de las ACC, encaminadas a impedir conflictos de interés tanto por la remuneración que perciben, como por la actividad que desempeñan, Así pues:

a) Ante la extrema sensibilidad que suscita el conflicto de interés derivado de la necesidad de salvaguardar la independencia de la ACC, con respecto al sistema de cobro de sus honorarios, y en aras a evitar la puesta en peligro de la objetividad del proceso de calificación, el Código de Conducta IOSCO para las ACC establece que los analistas no podrán ser remunerados o evaluados sobre la base de la cuantía de los rendimientos que la ACC obtenga de los emisores que dicho analista califica(67). Igualmente, prohíbe a los empleados solicitar dinero, regalos o favores de cualquiera con quien la ACC tenga relaciones empresariales(68).

---

(63) Así pues, TAPIA HERMIDA, A. J.: «La regulación internacional de la calificación…», *op. cit.,* p. 50, refiere con respecto a este contexto a situaciones de profecías que se cumplen a sí mismas si una ACC, o su grupo, ofrece a un determinado emisor un servicio de asesoramiento sobre gestión de riesgo en el diseño de una emisión de modo tal que, si el emisor sigue las recomendaciones dadas por la ACC, o su filial, los valores emitidos gozarán de una calificación favorable.

(64) *Vid.* la medida 2. 4 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(65) *Vid.* la medida 2.5 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(66) *Vid.* la medida 2.9 del código de conducta IOSCO para las ACC, en donde se viene a indicar que una ACC y sus empleados no deben participar en los valores o los derivados de negociación con los que presenten conflictos de interés con respecto a su actividad de calificación.

(67) *Vid.* la medida 2.11 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(68) *Vid.* la medida 2.15 del código de conducta IOSCO para las ACC.

b) Con la pretensión de evitar conflictos de interés entre los empleados de las ACC, y las emisoras que perciben su calificación que pudiesen incidir en una falta de independencia y objetividad en la prestación de sus funciones, el Código de Conducta IOSCO para las ACC impone la prohibición de que ningún empleado de la ACC que tuviese vínculos por parentesco, afectivos, financieros, laborales o de otra índole que pudiesen comprometer su objetividad podrá participar o influir en el proceso de calificación de la entidad u obligación con la que se detentase tal relación[69].

c) En aras de evitar que el acceso a la información confidencial por las ACC en la prestación de su actividad calificadora pueda llevar a que los analistas o cualquier persona involucrada en el proceso de calificación (o su cónyuge, pareja o hijos menores de edad) se vea tentado de utilizar dicha información para comprar o vender valores afectados valiéndose de información privilegiada, desde el Código de Conducta IOSCO para las ACC se establece para tales sujetos la prohibición de realizar dichas transacciones[70].

d) Con la finalidad de contar con una calificación objetiva aneja a los posibles conflictos de interés que puedan surgir en el mercado, desde el Código de Conducta IOSCO para las ACC se establecen como mecanismos preventivos el deber de los analistas de tener que revelar a la ACC posibles situaciones susceptibles de poder ocasionar un conflicto de interés, así como la obligación para aquella de contar con políticas y procedimientos que permitan controlar al analista[71].

3) El tercer principio, es decir, la transparencia y oportunidad de la revelación de calificaciones, configurado en aras de que se produzca la divulgación de la información suficiente para permitir a los usuarios de las calificaciones crediticias conocer el resultado de la calificación, comprender los métodos empleados por las ACC para su obtención, así como percibir el significado que reportan en términos de una evaluación crediticia relativa, se pone en práctica mediante el código de conducta IOSCO para las ACC, a través de la exigencia de una serie de medidas que se concretan en:

— El deber de revelar al público por la ACC, de forma oportuna y sin coste alguno, las decisiones emitidas, así como la actualización de lestas[72].

— La obligación de divulgar públicamente los procedimientos y metodologías en aras de facilitar la comprensión de la puntuación otorgada por la ACC[73].

— La exigencia de divulgar la información suficiente para permitir a los usuarios de las calificaciones crediticias comprender los métodos empleados por la ACC, y qué significan en términos de la evaluación crediticia relativa[74].

---

(69) *Vid.* la medida 2.13 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(70) *Vid.* la medida 2.14 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(71) *Vid.* las medidas 2.16 y 2.17 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(72) *Vid.* las medidas 3.1, 3.2, 3.3 y 3.4 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(73) *Vid.* la medida 3.5 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(74) *Vid.* la medida 3.8 del código de conducta IOSCO para las ACC.

4) El cuarto principio, esto es, la información confidencial, configurado en aras de mantener con carácter confidencial toda la información no pública que el emisor le hubiese transmitido a una ACC, en los términos de un acuerdo de confidencialidad o de otro modo bajo un entendimiento mutuo de que la información es compartida de forma confidencial, se pone en práctica mediante el código de conducta IOSCO para las ACC, a través de la exigencia de una serie de medidas que se concretan en:

— El deber de las ACC de adoptar procedimientos y mecanismos para proteger la información confidencial proporcionada por los emisores(75).

— La obligación de la ACC de utilizar la información confidencial sólo para fines relacionados con las actividades de calificación, o de otro tipo, de conformidad con los acuerdos de confidencialidad previstos con el emisor(76).

Una vez analizada la prelación de deberes legales procedentes de un nivel internacional, se plantea como necesario determinar si tales requerimientos son una mera formulación de principios o son de obligado cumplimiento.

En efecto, esta cuestión se suscita en tanto que la labor de armonización internacional realizada mediante el Código de Conducta IOSCO para las ACC, en aras a sentar las bases de una regulación internacional de las ACC, particularmente necesario dado el carácter multinacional de estas y los efectos globales de sus calificaciones, se sustenta en un modelo basado fundamentalmente en la autorregulación, y lo hace con un alcance limitado a las normas de conducta que deberían seguir voluntariamente las ACC, mediante la adopción pública de códigos de conducta propios.

Así pues, la obligatoriedad de las medidas y principios contemplados en el Código de Conducta IOSCO para las ACC no deviene directamente de la regulación internacional sino que se hace exigible por la vía de la admisión de estas normas como deberes de actuación exigibles a las ACC, mediante códigos de conducta propios.

Ahora bien, en tanto que las medidas 4.1 y 4.2 del Código de Conducta IOSCO para las ACC establecen la exigencia por la que, si un código de conducta se desviase de las previsiones requeridas, debe explicar dónde y por qué se producen tales desviaciones, y cómo, a pesar de ellas, se alcanzan los objetivos reclamados por la normativa internacional, subordinando así al juicio último del mercado la actuación de las ACC, que premiará a las que cumplan las medidas y castigará a las que las ignoren, y viniendo a afectar con ello al pilar básico de la prestación de la actividad, esto es, a la confianza suministrada a los mercados, este mecanismo permite configurarse en una eficaz vía de incentivación para la adhesión pública mediante códigos de conducta propios por las ACC a tales directrices.

Así, las páginas *web* de las principales ACC dan buena cuenta de su grado de adaptación al Código de Conducta IOSCO para las ACC, como sucede en el caso del *Code of Professional Conduct* de junio de 2011 de *Moody's*(77), el *Code of Conduct* de 29 de junio

---

(75) *Vid.* la medida 3.11 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(76) *Vid.* la medida 3.12 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(77) En la p. 18 el Código de Conducta de *Moody's* (<www.moodys.com>) se viene a indicar que *«las disposiciones de este Código se derivan principalmente de los Principios de IOSCO y del Código IOSCO».*

de 2012 de *Standard & Poor's*[78] y el *Code of Ethics and Conduct* de 1 de agosto de 2012 de *Ficht Rating*[79].

De esta forma, una vez que estos principios y medidas son adoptados por las propias ACC, como deberes de conducta a través de sus propios códigos de conducta, pasarían a integrar la *lex artis* jurídicamente exigible en la actividad de calificación que permitirá generar ante su incumplimiento, por acción u omisión, total o parcial, o ante un cumplimiento defectuoso a título de dolo o culpa, el nacimiento de la responsabilidad civil correspondiente a cargo de las ACC.

Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas dirigidas a garantizar la calidad de la prestación de la actividad calificadora de las ACC mediante la imposición de obligaciones deviene en vinculante al incorporarse automáticamente al contenido de los contratos de calificación que pueda tener suscrito con los emisores calificados, así como a la diligencia exigible por el mercado financiero en general.

En efecto, se incorpora automáticamente al contenido de los contratos de calificación mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 C. civil y 57 C. co) y que, si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia especifica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos, y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella[80], vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinando, así, que su práctica se torne inadmisible, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

Igualmente, estas normas dirigidas a garantizar la calidad de la prestación de la actividad calificadora de las ACC, mediante la imposición de obligaciones, deviene en vinculante al permitir determinar la diligencia profesional que resulta exigible a las ACC por el mercado financiero en general. Ciertamente, esta connotación profesional de la diligencia que les resulta exigible hace que respondan en forma de culpa leve *in concreto*, esto es, la profesionalidad se incluye entre las exigencias de la naturaleza de la obligación incumplida y las circunstancias de las personas, el tiempo y el lugar relevantes a tal efecto (art. 1104 C. civil)[81].

B) Ámbito europeo

A escala europea, las obligaciones legales exigibles a las ACC se encuentran contenidas en el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, modificado por el Reglamento

(78) En la p. 1 del Código de Conducta de *Standard & Poor's* (<www.standardandpoors.com>) se viene a indicar que *«este código sigue los principios establecidos por el Código de Conducta IOSCO para las ACC, publicado en diciembre de 2004 y revisado en mayo de 2008, así como los principios de IOSCO publicados en septiembre de 2003»*.

(79) En la p. 1 del citado código (<www.fichtratings.com>) se viene a indicar que *«este código sigue las disposiciones que se derivan principalmente de los Principios de IOSCO y del Código IOSCO»*.

(80) En este sentido *vid.* las Sentencias del TS, de 29 de enero de 1965, 31 de marzo de 1982, 21 de septiembre de 1987, 23 de febrero de 1988, 11 de mayo de 1988, 27 de marzo de 1991, 22 de octubre de 1992, 2 de febrero de 1996 y 9 de octubre de 1998.

(81) Seguimos de esta manera las reflexiones realizadas por TAPIA HERMIDA, A. J.: «Naturaleza y funciones de las agencias de calificación…», *op. cit.,* p. 19.

513/2011, de 11 de mayo[82], y complementado por cuatro Reglamentos Delegados, todos ellos de fecha 21 de marzo de 2012[83].

De esta manera se establece un sistema de registro y supervisión en el seno de la Unión Europea con el objetivo de establecer una regulación común que sirva para mejorar la integridad, transparencia, responsabilidad, buena gobernanza y fiabilidad de las actividades de calificación en aras de alcanzar un elevado nivel de protección de los inversores.

Así pues, para que las ACC puedan obtener el registro comunitario necesario para que puedan emitir calificaciones crediticias que sean utilizadas con fines reglamentarios por las entidades de crédito, empresas de inversión, entidades de seguros, empresas de reaseguros, instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, o que se hagan públicas o se distribuyan por suscripción[84], deberán acreditar una serie de condiciones iniciales que han de mantener a lo largo de toda su vida.

Este programa regulador exigido se traduce en una serie de requisitos de organización, operativos y de transparencia que inciden en su estructura jurídica, financiera y técnica y que se encuentran construidos sobre los cuatro principios de dirección diseñados por IOSCO. Es

---

(82) Son tres los aspectos en los que incide el Reglamento 513/2011, de 11 de mayo, sobre el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre:

— Al consagrar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados como el órgano responsable del registro y la supervisión de las ACC en la Unión Europea, y sin perjuicio de su facultad de delegar tareas específicas en las autoridades competentes de los distintos Estados Miembros.
— Al modificar los preceptos del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, relativos a la solicitud de registro, examen, decisión de registro, tasa de registro, supervisión y baja registral.
— Al modificar los preceptos del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, que aplican a la tarea de supervisión de las ACC las facultades generales que atribuye el Reglamento 1095/2010 a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

(83) Estos son: el Reglamento Delegado 446/2012, referido 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 dichas agencias a la Autoridad Europea de Valores y Mercados; el Reglamento Delegado 447/2012, dedicado a las normas técnicas de regulación aplicables a la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación crediticia; el Reglamento Delegado 448/2012, que tiene por objeto las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información de las ACC, que deberán comunicar a un registro central establecido por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, así como, por último, el Reglamento Delegado 449/2012, dedicado a las normas técnicas de regulación relativas a la información que debe proporcionarse para el registro y la certificación de las ACC.

(84) En función a lo establecido en los arts. 2 y 4 del Reglamento1060/2009, de 16 de septiembre, las obligaciones legales recogidas en su articulado no se aplicarán a:

a) Las calificaciones crediticias privadas emitidas en respuesta a un encargo individual y que se faciliten exclusivamente a la persona que las encargó y que no estén destinadas a la divulgación pública ni a la distribución mediante suscripción.
b) Las calificaciones crediticias, los sistemas de calificación crediticia o las evaluaciones similares relativas a obligaciones derivadas de relaciones de consumidores, comerciales o industriales.
c) Las calificaciones crediticias establecidas por las agencias de crédito a la exportación de conformidad con el anexo VI, parte 1, punto 1.3 de la Directiva 2006/48/CE.
d) Las calificaciones crediticias que sean emitidas por los bancos centrales y que:
   — no fuesen pagadas por la entidad calificada;
   — no se hagan públicas;
   — se emitan de acuerdo con los principios, normas y procedimientos que garanticen la integridad e independencia adecuadas de las actividades de calificación crediticia;
   — no guarden relación con instrumentos financieros emitidos por los Estados miembros de los correspondientes bancos centrales.

decir, la calidad e integridad en el proceso de calificación, la independencia y los conflictos de intereses, la transparencia y oportunidad de la revelación de calificaciones, así como la información confidencial.

De este modo, al detentar el mismo fundamento ético de actuación, las ACC que viniesen cumpliendo con el Código de Conducta IOSCO no tendrán grandes problemas para adaptarse a los nuevos requerimientos exigidos desde el marco europeo.

Así pues, nuevamente habrá que tomar los principios procedentes del ámbito internacional como punto de referencia para concretar ahora cuáles son las específicas obligaciones procedentes del ámbito europeo en relación a la prestación de la actividad calificadora por las ACC De esta forma:

1) El primer principio, esto es, la calidad e integridad en el proceso de calificación, configurado en aras de ofrecer a los usuarios de las calificaciones crediticias evaluaciones de calidad producto de un análisis informado, se pone en práctica mediante el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, sobre la base de tres pilares. Estos son: fomentar la publicidad de los métodos, modelos e hipótesis en el proceso de calificación, divulgar las calificaciones una vez realizadas, y fomentar la transparencia y claridad de las calificaciones de operaciones estructuradas. Estas medidas se concretan en:

— La diligencia exigible a las ACC, y a sus empleados y analistas en el desarrollo de su actividad típica.

Esta diligencia exigible se concreta en torno al arquetipo de la actuación de un profesional desde dos ámbitos de actuación. En primer término, desde la observancia del grado de cualificación exigida para la prestación de la actividad, en tanto que las ACC deben disponer de personas que tengan conocimientos y experiencia adecuados para proporcionar una calificación crediticia para el tipo concreto al que se aplica[85]. Y en segundo lugar, en función de las medidas específicas requeridas para vigilar el cumplimiento permanente y eficaz de las obligaciones que incumben a la ACC, en virtud del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre. Estas son: la prohibición de subcontrataciones relativas a funciones operativas importantes para controlar que las ACC cumplen con las obligaciones previstas en el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre[86], la obligación específica por los miembros independientes del consejo de administración o supervisión de vigilar y hacer cumplir los procesos de cumplimiento de las normas y buena gobernanza a que están sometidas las ACC, desde tal marco europeo[87], así como el deber de las ACC de crear un departamento

(85) En efecto, desde el art. 7.1 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a indicar el deber de las ACC de velar por que los analistas de calificaciones, sus empleados y cualquier persona física cuyos servicios se pongan a su disposición o bajo su control y que intervengan directamente en las actividades de calificación crediticia posean *«los conocimientos y la experiencia adecuados para el desempeño de las funciones atribuidas»*. En la misma línea el anexo 1 de la sección A del citado Reglamento, en el que se enumeran los requisitos de organización exigibles a las ACC, en función del art. 6.1, establece que quienes integren la alta dirección de una ACC *«habrán de gozar de la debida honorabilidad y poseer capacidad y experiencia suficientes»*, así como que la mayoría de los miembros del consejo de administración o supervisión, incluidos sus miembros independientes, *«poseerán suficientes conocimientos técnicos en el ámbito de los servicios financieros»*.

(86) *Vid.* art. 9 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(87) *Vid.* art. 6.2 en relación con el Anexo 1, sección A, apartado 2.º del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

de verificación del cumplimiento permanente y eficaz de las obligaciones que les incumben en función del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre[88].

Como consecuencia de esta diligencia, desde el marco europeo de referencia se vuelve a mostrar, de igual modo que desde el ámbito internacional marcado por el Código de Conducta IOSCO para las ACC, que la responsabilidad exigible ante una actuación negligente se establece observando el margen de desviación de la conducta de calificación efectiva respecto de la conducta de calificación debida en torno al paradigma del profesional.

— El deber de divulgar cualquier calificación crediticia, así como toda decisión de suspender una calificación de forma no selectiva y sin demoras[89].

Cuando la ACC emita una calificación no solicitada[90] se deberá tanto identificar como tal como indicar si la entidad calificada o el tercero vinculado han participado o no en el proceso de calificación, así como si la propia ACC ha tenido acceso a las cuentas y demás documentación interna pertinente de la entidad calificada o un tercero vinculado[91].

Cuando la ACC emita una calificación sobre instrumentos de financiación estructurada[92] deberá velar por el cumplimiento de una serie de requisitos adicionales en aras a pretender corregir la falta de calidad y transparencia que pesaba sobre sus calificaciones y para que el potencial inversor disponga así de información adicional sobre los potenciales riesgos de estos productos. Estas obligaciones vienen referidas a que las categorías de calificación que se atribuyan estén claramente diferenciadas mediante un símbolo adicional que las distinga de las empleadas para otro tipo de entidades, instrumentos u obligaciones

---

(88) En función de lo establecido por el art. 6.2 en relación con el Anexo 1, sección A, apartado 5.º del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, las ACC deberán implantar y mantener un departamento de verificación del cumplimiento permanente y eficaz que funcione de forma independiente. Esta función de cumplimiento supervisará el cumplimiento por parte de la ACC y de sus empleados de las obligaciones que incumben a la ACC, en virtud del citado reglamento, e informará al respecto.

(89) En función de lo determinado desde el art. 10 y el anexo I, sección D, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, las ACC deberán informar a la entidad calificada como mínimo doce horas antes de la publicación del resultado a fin de permitir indicar posibles errores de hecho de la ACC. Una vez anunciada la calificación, las ACC explicarán en sus comunicados de prensa o en sus informes los elementos fundamentales en que se basa. Igualmente, se reconoce la obligación de la ACC de indicar en la presentación de la calificación crediticia:

- El nombre y el cargo del analista de calificaciones, así como el nombre y el cargo de la persona que asuma la responsabilidad principal de la aprobación de la calificación crediticia.
- Las fuentes de información y el método empleado para determinar la calificación crediticia.
- El significado de las diversas categorías de calificación, la definición de incumplimiento o recuperación, así como las advertencias de riesgo que resulten procedentes.
- La fecha en que se difundió por primera vez la calificación y la fecha de su última actualización.
- Si la calificación crediticia se refiere a un instrumento financiero de nueva emisión o si la agencia de calificación crediticia está calificando por primera vez el instrumento financiero.

(90) Siguiendo a TAPIA HERMIDA, A. J.: «La regulación internacional de la calificación…», *op. cit.,* p. 28, son calificaciones no solicitadas aquellas que se caracterizan por ser las que se efectúan sobre un determinado emisor, sin que él mismo las haya pedido, en tanto que surgen por iniciativa de una ACC.

(91) En este sentido *vid.* art. 10.5 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(92) A efectos del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y en función de lo determinado en su art. 3, se entiende por instrumento financiero a los instrumentos enumerados en el anexo 1, sección C, de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

financieras, a dar toda la información empleada sobre la que basa[93], así como a divulgar la información relativa a todos los productos de financiación estructurada que se le someten a la ACC, para su revisión inicial o para su calificación preliminar.

— El deber de hacer pública la metodología de calificación rigurosa, sistemática y consistente que utilice la ACC, en aras a asegurar que las opiniones que difunde se basan en un análisis exhaustivo de toda la información de que dispongan y que sea pertinente con la finalidad de dar lugar a clasificaciones que puedan ser sometidas a alguna forma de validación objetiva basada en la experiencia histórica[94].

Ahora bien, desde el Reglamento Delegado núm. 447/2012, de 21 de marzo, se han venido a establecer las normas técnicas con arreglo a las cuales se evaluará por la Autoridad Europea de Valores y Mercados a estos métodos de calificación crediticia en aras a que se pueda demostrar que cumplen con los requisitos de rigor[95], carácter sistemático[96], continuidad[97],

(93) Así, desde el art. 10.2 y el anexo I, sección D, apartado 2.º, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se establece que cuando una ACC califique un instrumento de financiación estructurada tendrá que facilitar en su calificación:

— Toda la información sobre el análisis de pérdidas y de flujo de caja que haya realizado o en el que se base, así como una indicación sobre las variaciones previstas de la calificación crediticia.
— El nivel de análisis realizado por lo que atañe a los procesos de debida diligencia efectuados con respecto a los instrumentos financieros u otros activos subyacentes de los instrumentos de financiación estructurada.
— Los métodos, modelos e hipótesis fundamentales de calificación con orientaciones que expliquen las hipótesis, los parámetros, los límites y las incertidumbres en relación con los modelos y métodos de calificación utilizados en dichas calificaciones crediticias, incluidas simulaciones de escenarios de estrés efectuadas por las ACC, al establecer las calificaciones.

(94) *Vid.* art. 8, apartados 1, 2, 3 y 4, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(95) Desde el art. 4 del Reglamento Delegado núm. 447/2012, de 21 de marzo, se viene a exigir a las ACC que utilicen y apliquen métodos de calificación que:

— Contengan controles y procesos claros y sólidos para su elaboración y aprobación que permitan una impugnación adecuada.
— Incorporen todos los factores considerados pertinentes para determinar la solvencia de las entidades o instrumentos financieros calificados.
— Tomen en consideración la relación modelizada entre entidades o instrumentos financieros calificados con el mismo factor de riesgo.
— Incorporen, cuando existan, modelos analíticos, hipótesis fundamentales de calificación y criterios que sean fiables, pertinentes y relacionados con la calidad.

(96) Desde el art. 5 del Reglamento Delegado núm. 447/2012, de 21 de marzo, se viene a exigir a las ACC que utilicen y apliquen métodos de calificación que se empleen sistemáticamente en la formulación de todas las calificaciones de una determinada clase de activos o segmento del mercado, a menos que exista una razón objetiva para apartarse de ellos.

(97) Desde el art. 6 del Reglamento Delegado núm. 447/2012, de 21 de marzo se viene a exigir a las ACC que utilicen y apliquen métodos de calificación que puedan:

— Utilizarse de manera continuada, a menos que exista una razón objetiva para cambiar de método o interrumpir su utilización.
— Incorporar rápidamente cualquier conclusión del seguimiento permanente o de una revisión, en particular cuando la evolución de las condiciones estructurales macroeconómicas o de las condiciones de los mercados financieros pueda afectar a las calificaciones obtenidas con arreglo a dichos métodos.
— Comparar calificaciones de diferentes clases de activos.

así como que es objeto de validación a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva[98].

— El deber de vigilancia y actualización de las calificaciones crediticias emitidas, entendido como exigencia de necesaria revisión de las calificaciones, en tanto que, en un contexto esencialmente dinámico y cambiante, el mantenimiento de una calificación que fue emitida en su día en función de las circunstancias concurrentes sin que se efectúe la debida actualización puede convertirla por extemporánea en inadecuada y, por consiguiente, en engañosa para los inversores. Igualmente, y como novedad, desde el marco de referencia europeo se viene ahora a concretar un periodo de revisión mínimo de las calificaciones establecido en el plazo de un año, o en particular cuando se produzcan cambios sustanciales que puedan afectar a una calificación crediticia[99].

— El deber de revisión de la metodología y los modelos que utilizan las ACC, al menos una vez al año, en aras de que resulte apropiada tanto para el tamaño como para el alcance de sus servicios de calificación crediticia[100].

2) El segundo principio, es decir, la independencia y los conflictos de intereses, configurado en aras de que las decisiones de calificación sean independientes y estén libres de presiones políticas o económicas, así como de evitar conflictos reales o potenciales de interés como consecuencia de la estructura de propiedad de la ACC, de otras actividades empresariales o financieras que pudiese prestar, o de los intereses financieros de sus empleados, se pone en práctica por el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, mediante las siguientes exigencias:

— Medidas que, de una forma similar a lo ya contemplado en el Código de Conducta IOSCO para las ACC, van dirigidas a las ACC, de un modo general, esto es, orientadas a establecer un criterio genérico de actuación configurado como mecanismo de prevención en aras de evitar el nacimiento del conflicto, así como de una forma particular, es decir, conducentes a reportar medidas instrumentales concretas que como mecanismo de gestión del conflicto, prevea vías para poderlo solventar de un modo oportuno.

En efecto, así pues, en primer término y de un modo genérico, las medidas contenidas en el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, aprecian la premisa de actuación independiente que debe estimarse en la actividad de calificación para impedir que se puedan emitir calificaciones crediticias vinculadas a presiones de tipo económico, comercial o

---

(98) Desde el art. 7 del Reglamento Delegado núm. 447/2012, de 21 de marzo, se viene a exigir a las ACC que utilicen y apliquen métodos de calificación que describan lo siguiente:

— El historial de solidez y capacidad de predicción de las calificaciones emitidas mediante el método pertinente, a lo largo de un horizonte temporal adecuado y en relación con diferentes clases de activos.

— En qué medida las hipótesis utilizadas en el modelo de calificación se apartan de las tasas reales de incumplimiento y pérdida.

(99) *Vid.* art. 8.5 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(100) *Vid.* arts. 6.2, 8.5 y 6, así como el anexo 1, sección A, apartado 9 del Reglamento 1060/2009, de 16 septiembre.

financiero, y que por ello no estén influenciadas por factores no relacionados con la solvencia del emisor calificado(101).

En segundo lugar, y ahora de tal modo de una forma particular, también desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se establecen pautas concretas en función de las cuales se trata de hacer frente a conflictos de interés. Estas vías se articulan de dos modos.

Desde la exigencia a las ACC de que implanten procedimientos organizativos y administrativos adecuados y eficaces destinados a detectar, eliminar o gestionar, así como a hacer público de forma clara y destacada, todo conflicto de intereses, ya sea real o potencial, que pueda influir en los análisis y en la opinión de los analistas de calificaciones, los empleados u otras personas físicas cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de la ACC, y que participen directamente en la emisión de calificaciones crediticias, así como de las personas responsables de aprobar dichas calificaciones. Igualmente, y como medida propia de este marco de referencia europeo, se les encarga a las ACC que lleven registros de todos los riesgos significativos que pesen sobre la independencia de sus actividades de calificación crediticia(102).

Desde el requerimiento de la adopción de unas pautas que eviten que se produzcan determinados conflictos de interés inherentes a las actividad de calificación. Estas medidas son:

a) Dado que las ACC reciben de los emisores por su función calificadora unos honorarios y que por ello se pueden plantear conflictos derivados de que el emisor pretenda de esta forma condicionar la calificación, o porque la ACC se vea obligada a mejorar o no disminuir la calificación para conservar a sus clientes, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se prevén como mecanismos dirigidos a mitigar estas presiones de tipo económico los deberes de la ACC de revelar sus acuerdos de remuneración con las entidades calificadas(103) y de declarar el nombre de la entidad calificada cuando de ésta provenga más del 5% de sus ingresos anuales(104), en la misma línea que lo dispuesto desde el Código de Conducta IOSCO para las ACC. Ahora bien, establece como novedad, y a efectos de procurar un mayor control, la exigencia de las ACC de tener que informar anualmente tanto sobre los 20 clientes más importantes por orden de ingresos generados como en relación a los clientes cuya contribución a la tasa de

(101) Así pues, desde el art. 6 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a indicar el deber de las ACC de adoptar medidas necesarias para velar por que la emisión de una calificación crediticia no se vea afectada por ningún conflicto de intereses ni ninguna relación comercial, reales o potenciales, que impliquen a la propia agencia emisora de la calificación crediticia, sus administradores, analistas, empleados, cualquier persona física cuyos servicios estén puestos a disposición o sometidos a control de la agencia o cualquier persona que tenga, directa o indirectamente, con ella un vínculo de control.

(102) En este sentido *vid.* el art. 6.2 en relación con el anexo I, sección a, en sus apartados 1.b, 6, y 7, así como la sección b, en su apartado 1.º, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(103) *Vid.* art. 11 en relación con el anexo I, sección E, parte 1 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, en donde se indica que las ACC harán totalmente pública y actualizarán de inmediato la información concerniente a la naturaleza general de sus acuerdos de retribución.

(104) *Vid.* art. 6.2 en relación con el anexo I, sección B, en su apartado 2.º del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, donde se viene a indicar que las ACC harán públicos los nombres de aquellas entidades calificadas o terceros vinculados de las que provenga más del 5% de sus ingresos anuales, incrementando por tanto el ámbito de control con respecto a lo determinado desde el Código de conducta IOSCO para las ACC, fijado en función de lo determinado en su art. 2.8 en el 10% de la contribución a los ingresos anuales.

crecimiento de la generación de ingresos de la ACC en el ejercicio precedente resultase ser más de 1,5 veces superior a la tasa de crecimiento del total de ingresos registrados por tal agencia en ese ejercicio[105].

b) En tanto que las ACC pueden prestar actividades accesorias, y que por ello se pueden plantear conflictos de interés de influencia recíproca procedentes de presiones de tipo comercial, tanto porque los emisores puedan intentar influenciar en la calificación que se les otorgue condicionando la contratación de servicios accesorios a la bondad de aquella como porque la ACC pueda presionar a los emisores con la promesa de una mejor calificación si contratan sus servicios complementarios, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se establecen como instrumentos para tratar de corregir tal contexto unas medidas más restrictivas que las contempladas desde el Código de Conducta IOSCO para las ACC, en tanto que, si bien estas establecían el control en el desarrollo de los servicios auxiliares en el marco de la separación legal y operativa de sus actividades[106], desde el marco comunitario la actuación se basa en recursos distintos sustentados en la limitación de operar y en el deber de informar. En efecto, de esta forma se establece en primer lugar la prohibición expresa por la que la ACC no podrá prestar a la entidad calificada o tercero vinculado servicios de consultoría o asesoramiento con respecto a la estructura social o jurídica, el activo, el pasivo o las actividades de dicha entidad calificada o tercero vinculado[107], ni estará facultada para formular propuestas o recomendaciones en relación con la configuración de instrumentos de financiación estructurada con respecto a los cuales estuviese previsto que la ACC emitiese una calificación crediticia[108]. Y, en segundo término, en tanto que se establece el deber de informar por la ACC, en los informes de calificación definitivos, los servicios auxiliares que hubiesen sido prestados a la entidad calificada o a los terceros vinculados[109].

c) Puesto que las ACC pueden tener vinculaciones financieras con los emisores calificados, y que por ello se pueden plantear conflictos de interés procedentes de presiones financieras en tanto que la ACC tenderá a efectuar una calificación benévola del riesgo que presenta un emisor participado por ella, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se establecen como fórmula para tratar de corregir tal situación unas medidas más restrictivas que las contempladas desde el Código de Conducta IOSCO para las ACC, en tanto que, si bien estas establecían la vigilancia desde la prohibición de tales vínculos financieros con los emisores calificados[110], desde el marco comunitario

---

(105) *Vid.* art. 11.3 en relación con el anexo I, sección E, apartado II del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(106) Recuérdese lo contemplado en la p. 83 de la presente obra.

(107) *Vid.* art. 6.2 en relación con el anexo I, sección b, apartado 4 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(108) *Vid.* art. 6.2 en relación con el anexo I, sección b, apartado 6 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(109) *Vid.* art. 6.2 en relación con el anexo I, sección b, apartado 4, en su párrafo 2 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(110) *Vid.* la medida 2.9 del código de conducta IOSCO para las ACC, en donde se viene a indicar que una ACC y sus empleados no deben participar en los valores o los derivados de negociación con los que presenten conflictos de interés con respecto a su actividad de calificación.

la intervención se basa en la prohibición de las ACC de emitir calificaciones crediticias en concretas circunstancias de vinculación(111) o, en el caso de que se tratase de una calificación ya existente, del deber de comunicar inmediatamente que la calificación se encuentra potencialmente comprometida.

— Medidas orientadas a los empleados y analistas de las ACC, encaminadas a impedir conflictos de interés tanto por la remuneración que perciben, como por la actividad que desempeñan, Así pues:

a) Ante la extrema sensibilidad que suscita el conflicto de interés derivado de la necesidad de salvaguardar la independencia de la ACC, con respecto al sistema de cobro de sus honorarios, y en aras de evitar la puesta en peligro de la objetividad del proceso de calificación, el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y en la misma línea que ya lo hiciera el Código de Conducta IOSCO para las ACC, viene a establecer que los analistas no podrán ser remunerados o evaluados sobre la base de la cuantía de ingresos que la ACC obtenga de las entidades calificadas o de terceros vinculados(112). De igual forma, se prohíbe a los empleados solicitar dinero, regalos o favores de cualquiera con quien la ACC tenga relaciones empresariales(113). No obstante, y ya de una forma particular para el marco de referencia europeo, se incrementa el control de las ACC sobre sus empleados y analistas al impedirles además iniciar o participar en negociaciones sobre honorarios o pagos con una entidad calificada, un tercero vinculado o una persona que tenga, directa o indirectamente, un vínculo de control con la entidad calificada(114).

b) Con la pretensión de evitar conflictos de interés entre los empleados de las ACC, y las emisoras que perciben su calificación que pudiesen incidir en una falta de independencia y objetividad en la prestación de sus funciones, el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, impone de un modo análogo a lo establecido desde el Código de Conducta

---

(111) En efecto, desde el art. 6.2 en relación con el anexo I, sección b, apartado 3 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a indicar que las ACC no emitirán calificaciones crediticias cuando:

a) La ACC, o los empleados o analistas de la entidad, posean directa o indirectamente instrumentos financieros de la entidad calificada o terceros vinculados, o participen de algún otro modo, directa o indirectamente, en la propiedad de esa entidad o de dichos terceros, a excepción de las participaciones en organismos de inversión colectiva diversificada que incluyan fondos gestionados, como los fondos de pensiones o los seguros de vida.
b) La calificación crediticia se emita con respecto a la entidad calificada o un tercero que directa o indirectamente tenga un vínculo de control con la agencia de calificación.
c) Cualquier empleado, sea miembro del consejo de administración o de supervisión de la entidad calificada o de un tercero vinculado, o cualquier analista de calificaciones que intervenga en la determinación de una calificación crediticia, o cualquier persona que apruebe una calificación crediticia, haya tenido cualquier relación con la entidad calificada o un tercero vinculado y pudiese ocasionar un conflicto de interés.

(112) *Vid.* art. 7.5 y 6.2 en relación con el anexo I, sección a, apartados 2.º y 6.º, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(113) En base al art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a establecer que los analistas de calificaciones, los empleados de las ACC, y cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de la ACC, y que intervienen directamente en actividades de calificación crediticia, así como las personas estrechamente vinculadas a ellos, en el sentido del art. 1, apartado 2, letras a y d de la Directiva 2004/72/CE no podrán solicitar o aceptar dinero, obsequios o favores de ninguna persona con la que la ACC mantenga relaciones de negocios.

(114) *Vid.* art. 7.2 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

IOSCO para las ACC la prohibición por la que ningún analista, empleado de la ACC, ni cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de aquella, que posea instrumentos financieros de la entidad calificada o de cualquier entidad vinculada a ella, o que tuviese vínculos financieros, laborales o de otra índole que pudiesen generar un conflicto de interés, podrá participar o influir de modo alguno en la determinación de una calificación crediticia de la entidad con la que se detentase tal relación(115).

c) En aras de evitar que el acceso a la información confidencial por las ACC, en la prestación de su actividad calificadora pueda llevar a que los analistas o cualquier persona involucrada en el proceso de calificación se vea tentado de utilizar dicha información, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se vienen a establecer dos tipos de deberes, un deber positivo o de acción, de salvaguarda de la información confidencial, y un deber negativo, de abstenerse de realizar conductas informativas u operaciones utilizando información confidencial.

En efecto, de esta forma y en primer término, se establece el deber positivo o de acción de protección de la información confidencial, en tanto que las ACC tendrán que velar por que los analistas y empleados adopten cuantas medidas resulten razonables para proteger la documentación en posesión de la ACC, frente a todo fraude, hurto o mal uso, teniendo en cuenta la naturaleza, envergadura y complejidad de sus operaciones y el alcance de sus actividades de calificación crediticia(116).

En segundo lugar, se establece el deber negativo o de omisión de abstención de realizar conductas informativas, puesto que los analistas y empleados no podrán divulgar información alguna sobre las calificaciones crediticias o posibles futuras calificaciones, salvo a la entidad calificada, ni podrán divulgar la información confidencial que se les hubiese confiado(117).

Igualmente, en sentido de deber negativo, se establece la obligación de no realizar operaciones en sentido general, esto es, a los fines de negociación de instrumentos financieros o de cualquier otro fin que no sea el del ejercicio de la actividad de calificación crediticia(118), y en sentido particular, a los fines de prohibir concretas transacciones. En este sentido, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a establecer la prohibición, en análogos términos a lo ya contemplado desde el Código de Conducta IOSCO para las ACC, por la que los analistas de calificaciones, empleados de las ACC y cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de aquella no podrán adquirir, vender ni realizar ningún tipo de operación relacionada con instrumentos financieros que hayan sido emitidos, garantizados

(115) *Vid.* art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, en su apartado 2.º, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(116) *Vid.* art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, en su apartado 3.º, párrafo a, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(117) *Vid.* art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, en su apartado 3.º, párrafos b y c, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(118) *Vid.* art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, en su apartado 3.º, párrafo d, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

o de alguna otra forma respaldados por cualquier entidad calificada que entre dentro del ámbito principal de responsabilidad analítica de dichas personas, salvo, cuando se trate de participaciones en organismos de inversión colectiva diversificada, incluidos los fondos gestionados, como los fondos de pensiones y los seguros de vida(119).

d) Con la finalidad de contar con una calificación objetiva aneja a los posibles conflictos de interés que puedan surgir en el mercado, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y de forma análoga a lo ya contemplado desde el Código de Conducta IOSCO para las ACC, se establecen como mecanismos preventivos el deber de los analistas de calificaciones y otras personales directamente involucradas en las actividades de calificación crediticia de tener que revelar a la ACC posibles situaciones susceptibles de poder ocasionar un conflicto de interés(120), así como la obligación de revisar los trabajos anteriores de los analistas en los dos últimos años previos a detentar una relación laboral con una entidad calificada(121). Pero además, desde el marco de referencia europeo el control se intensifica con respecto al periodo de tiempo en la prestación continuada de la función de calificación crediticia a una misma entidad emisora por el mismo analista. Así pues, las ACC tendrán que velar por que los analistas de calificaciones principales no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad durante un periodo superior a 4 años. Si se trata de la actividad prestada por un analista de calificaciones, el plazo no podrá ser superior a 5 años. Y, por último, si se refiere a las personas que aprueban las calificaciones crediticias, el plazo no podrá ser superior a 7 años(122).

3) El tercer principio, es decir, la transparencia y oportunidad de la revelación de calificaciones, configurado en aras de que se produzca la divulgación de la información suficiente para permitir a los usuarios de las calificaciones crediticias conocer a la ACC que emite las calificaciones crediticias como el resultado de la calificación, los métodos empleados para su obtención, así como percibir el significado que reportan en términos de una evaluación crediticia relativa, se pone en práctica mediante el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, a través de la exigencia de una serie de medidas que se concretan en:

— El deber de la ACC de publicar todos los años un informe de transparencia que contenga la información que se especifica en el anexo 1, sección E, parte II, y que será divulgado en sus páginas de Internet durante cinco años como mínimo(123).

---

(119) *Vid.* art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, en su apartado 1.º, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(120) *Vid.* art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, apartado 5, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(121) *Vid.* art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, apartado 6, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre

(122) *Vid.* art. 7.4 en relación con el anexo I, sección c, apartado 8, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(123) En efecto, desde el art. 12 en relación con el anexo I, sección E, parte III, las ACC facilitarán anualmente la siguiente información:

1) Información detallada sobre la estructura jurídica y sobre la propiedad de la ACC, en particular información sobre las participaciones a que se refieren los arts. 9 y 10 de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo

— El deber de revelar al público por la ACC, de forma oportuna y sin coste alguno las decisiones emitidas, la actualización de estas, así como toda decisión de suspender una calificación crediticia de forma no selectiva y sin demoras(124).

— La obligación de divulgar públicamente por la ACC toda su política en materia de calificaciones. Esto es, deberá informar sobre el nombre y cargo que asume la responsabilidad principal de la aprobación de la calificación crediticia, las fuentes que se utilizaron para determinar la calificación crediticia, el método utilizado para determinar la calificación, el significado de las diversas categorías de calificación, la definición de incumplimiento o recuperación, las advertencias de riesgo que resulten procedentes, la fecha en la que se difundió por primera vez la calificación o su última actualización, la indicación si la calificación se refiere a un instrumento financiero de nueva emisión o no, los posibles límites que puede presentar la calificación realizada, los elementos fundamentales en los que se basa(125), de igual modo que una serie de obligaciones adicionales tanto en relación con las calificaciones crediticias no solicitadas(126), como en referencia a los instrumentos de financiación estructurada(127).

4) El cuarto principio, esto es, la información confidencial, configurado en aras de mantener con carácter confidencial toda la información no pública que el emisor le hubiese

---

y del Consejo, de 15 de septiembre de 2004, 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.

2) Una descripción del mecanismo de control interno que garantice la calidad de sus actividades de calificación crediticia.
3) Estadísticas sobre el personal que destinen a nuevas calificaciones crediticias, a la revisión de calificaciones crediticias, a la evaluación de los métodos o modelos y a cargos de dirección.
4) Una descripción de su política de conservación de la documentación.
5) Los resultados del examen anual interno de verificación de la independencia de su función de cumplimiento.
6) Una descripción de su política de rotación del personal de dirección y de análisis de calificaciones.
7) Información financiera sobre los ingresos de la ACC, diferenciando entre retribuciones por actividades de calificación crediticia y retribuciones por otras actividades, y facilitando una descripción completa de cada uno de estos conceptos.
8) Un informe de gobierno corporativo de conformidad con el art. 46 bis, apartado 1, de la Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad.

(124) En efecto, estas son las obligaciones de divulgación de las calificaciones crediticias previstas para las ACC en los arts. 10. 1 y 13 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y de tal forma en análogos términos a lo ya contemplado desde el marco internacional por las medidas 3.1, 3.2, 3.3 y 3.4 del código de conducta IOSCO para las ACC.

(125) De esta manera, si bien a escala universal *en* las medidas 3.5 y 3.8 del código de conducta IOSCO para las ACC se venía a hacer referencia a una serie de obligaciones en las que se debía de incluir la divulgación de los procedimientos y metodologías, así como otro tipo de información dirigida a permitir comprender la calificación crediticia emitida por las ACC, no lo hacía de una forma absoluta y cerrada. Ahora bien, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de noviembre, y a través de su arts. 8.1 y 11.1, que remite al anexo I, sección E, parte 1, sí que se procede a indicar de una forma exhaustiva cuál es la concreta información que las ACC tendrán que hacer públicas.

(126) Desde el art. 10.4 y 5 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a indicar que las ACC tendrán que divulgar su política en materia de calificaciones no solicitadas y los procedimientos que apliquen al respecto, además de la referencia sobre si la entidad calificada o el tercero vinculado ha participado o no en el proceso de calificación, y si la propia agencia ha tenido acceso a las cuentas y demás documentación interna pertinente de la entidad calificada o un tercero vinculado.

(127) Desde el art. 10.2 en referencia al anexo I, sección E, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se vienen a referenciar las obligaciones informativas que de una forma concreta tendrá la ACC, cuando calificase instrumentos de financiación estructurada.

transmitido a una ACC, en los términos de un acuerdo de confidencialidad o de otro modo bajo un entendimiento mutuo de que la información es compartida de forma confidencial, se pone en práctica mediante el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y en análogos términos a lo dispuesto desde las medidas 3.11 y 3.12 del Código de Conducta IOSCO para las ACC, a través de la exigencia de una serie de medidas que se concretan en:

— El deber de que las ACC velen por que los analistas de calificaciones, sus empleados o cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o su control y que intervienen en las actividades de calificación crediticia adoptan cuantas medidas resulten necesarias para proteger la información confidencial proporcionada por los emisores(128).

— El deber de que las ACC velen por que los analistas de calificaciones, sus empleados o cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o su control y que intervienen en las actividades de calificación crediticia no utilicen ni divulguen la información confidencial a los fines de la negociación de instrumentos financieros o a cualquier otro fin que no sea el de ejercicio de actividades de calificación crediticia(129).

Una vez analizada la prelación de deberes legales procedentes del ámbito europeo se plantea como necesario determinar si tales requerimientos son o no de obligado cumplimiento.

Así pues, y en primer término en referencia a la determinación de la razón de ser de la obligatoriedad de las exigencias dispuestas por el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se desprende del contenido del propio Reglamento, puesto que viene a determinar que el cumplimiento de las condiciones que ésta impone es una condición indispensable para que las ACC puedan obtener el registro comunitario, el cual es a su vez imprescindible para que se les permita emitir calificaciones crediticias que sean utilizadas con fines reglamentarios por las entidades de crédito, empresas de inversión, entidades de seguros, empresas de reaseguros, instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, o que se hagan públicas o se distribuyan por suscripción(130).

De esta manera, y ante la consideración de que la autorregulación no era la vía más eficiente a la vista del oligopolio ejercitado por las grandes ACC en el mercado internacional, así como ante la observancia de las insuficiencias puestas de manifiesto por el Código de Conducta IOCV para las ACC para hacer frente a los problemas causados por la crisis financiera mundial por su propio carácter voluntario, desde el ámbito europeo, y como consecuencia de haber optado en aras de la tutela de los inversores por un modelo de heterorregulación pública, se establece un sistema de registro único ante la Autoridad Europea de Valores y Mercados, válido en toda la Unión Europea y precedido de una regulación que hace que los requisitos de organización, de gestión y operativos previstos desde

(128) En este sentido *vid.* art. 7.3 en relación con el apartado 3.a del anexo I, sección c, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(129) En este sentido *vid.* art. 7.3 en relación con el apartado 3.d, del anexo I, sección c, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(130) *Vid.* arts. 4.1, 14.3 y 15 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, deban ser cumplidos por las ACC tanto en el momento de acceder a la actividad de calificación como durante todo el tiempo en el que ejerzan tal actividad, al ser su incumplimiento sobrevenido causa de baja del registro.

En efecto, para que las ACC puedan acceder a la actividad de calificación deberán solicitar su registro a la Autoridad Europea de Valores y Mercados[131]. La solicitud deberá de contener la información que se especifica en el anexo II[132] del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre y que resulta desarrollada por el Reglamento Delegado núm. 449/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012. La Autoridad Europea de Valores y Mercados examinará la solicitud de registro atendiendo al cumplimiento por parte de dicha ACC, de las condiciones establecidas en el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.[133], procederá a adoptar una decisión de registro o de denegación de registro motivada de manera exhaus-

---

(131) De esta manera, y conforme al art. 15 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, la solicitud de registro se presenta ante la Autoridad Europea de Valores y Mercados, y se viene a consagrar así a esta autoridad —que es una de las tres autoridades que integran el subsistema de supervisión microprudencial que forma parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (sobre este sistema *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: «El sistema europeo de supervisión financiera», *RDBB,* núm. 121, 2011, pp. 9 a 60; MARDOMINGO COZAS, J. y MÍNGUEZ HERNÁNDEZ, F., «Hacia un nuevo esquema de supervisión financiera en España», *RMV*, núm. 4, 2009, pp. 287 y ss.)— como el responsable exclusivo del registro de estas ACC en la Unión Europea. Esta confirmación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados como la responsable exclusiva del registro comunitario fue realizada por el Reglamento 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011, por el que se vino a modificar el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre en aras de reajustar el sistema de control pública de estas ACC [*vid.,* sobre el citado Reglamento, TAPIA HERMIDA, A. J.: «Novedades en la regulación comunitaria y española de las agencias de calificación crediticia (agencias de rating), *RDBB,* núm. 123, 2011, p. 295], y por lo tanto de implantar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados como autoridad de registro frente a la hasta entonces operante labor de presentación de la solicitud de registro ante el Comité de Comisiones de Valores Europeo (en adelante, CESR) y siendo la autoridad competente del Estado miembro de origen quien comprobaba si la solicitud estaba completa y teniendo que comunicar posteriormente al CERS su proyecto de decisión sobre la conveniencia o no de registrar a la ACC. Nuevamente se producía un pronunciamiento del CESR, y finalmente decidía el Estado miembro de origen de forma motivada.

(132) Desde el anexo II del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se establece que la información que debe facilitarse en la solicitud de registro es:

1. Denominación completa de la ACC, dirección del domicilio social en la Comunidad Europea.
2. Nombre y datos de una persona de contacto y de la persona responsable del cumplimiento.
3. Forma jurídica.
4. Clase de calificaciones crediticias en relación con las cuales la ACC, solicitada se registra.
5. Estructura de la propiedad.
6. Estructura organizativa y gobernanza empresarial.
7. Recursos financieros para ejercer actividades de calificación crediticia.
8. Personal de la ACC, y sus cualificaciones.
9. Información relativa a las filiales de la ACC.
10. Descripción de los procedimientos y de los métodos utilizados para emitir y revisar las calificaciones crediticias.
11. Políticas y procedimientos aplicados para detectar, gestionar y comunicar todos los conflictos de intereses.
12. Información sobre los analistas de calificaciones.
13. Acuerdos de retribución y de evaluación de resultados.
14. Servicios distintos de las actividades de calificación crediticia que la ACC, tiene intención de facilitar.
15. Un programa de actividades en el que figure dónde está previsto que tengan lugar las actividades fundamentales, las sucursales que se han de establecer y el tipo de actividad que se prevé desarrollar.
16. Documentos e información detallada relativos al uso previsto del refrendo.
17. Documentos e información detallada relativos a los acuerdos previstos de subcontratación, incluida la información sobre las entidades que asuman las funciones de subcontratación.

(133) *Vid.* art.16.1 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

tiva[134] y dará publicidad en su sitio *web* a la lista de las ACC, registradas de conformidad al presente Reglamento[135].

De igual modo, las ACC registradas tendrán que atender al cumplimiento de las condiciones establecidas en el citado Reglamento durante todo el tiempo en el que ejerzan tal actividad, en tanto que la Autoridad Europea de Valores y Mercado procederá a su baja registral cuando deje de cumplir las condiciones iniciales de registro[136].

Ahora bien, en tanto que las condiciones establecidas en el contenido del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, exigibles para el registro de las ACC, son deberes de conducta que se les imponen a éstas, tales obligaciones legales pasan a integrar la *lex artis* jurídicamente exigible en la actividad de calificación, posibilitándose así generar ante su incumplimiento, por acción u omisión, total o parcial, o un cumplimiento defectuoso a título de dolo o culpa, el nacimiento de la responsabilidad civil correspondiente a cargo de las ACC.

Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas dirigidas a garantizar la calidad de la prestación de la actividad calificadora de las ACC mediante la imposición de obligaciones deviene en vinculante al incorporarse automáticamente al contenido de los contratos de calificación que pueda tener suscrito con los emisores calificados, así como a la diligencia exigible por el mercado financiero en general.

En efecto, se incorpora automáticamente al contenido de los contratos de calificación mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 C. civil y 57 C. co) y que, si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia especifica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos, y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella[137], vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinado, así, que su práctica se torne inadmisible, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

Igualmente, estas normas dirigidas a garantizar la calidad de la prestación de la actividad calificadora de las ACC mediante la imposición de obligaciones deviene en vinculante, al permitir determinar la diligencia profesional que resulta exigible a las ACC por el mercado financiero en general. Ciertamente, esta connotación profesional de la diligencia que les resulta exigible hace que respondan en forma de culpa leve *in concreto*, esto es, la profesionalidad se incluye entre las exigencias de la naturaleza de la obligación incumplida y las circunstancias de las personas, el tiempo y el lugar relevantes a tal efecto (art. 1104 C. civil)[138].

---

(134) *Vid.* art. 16.3 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(135) *Vid.* art. 18.3 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(136) *Vid.* art. 20 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

(137) En este sentido *vid.* las Sentencias del TS de 29 de enero de 1965, 31 de marzo de 1982, 21 de septiembre de 1987, 23 de febrero de 1988, 11 de mayo de 1988, 27 de marzo de 1991, 22 de octubre de 1992, 2 de febrero de 1996 y 9 de octubre de 1998.

(138) Seguimos de esta manera nuevamente las reflexiones realizadas por TAPIA HERMIDA, A. J.: «Naturaleza y funciones de las agencias de calificación…», *op. cit.,* p. 19.

Ahora bien, además de poder ocasionar la desviación de la actuación de una ACC comunitaria respecto de la *lex artis* derivada de las condiciones establecidas en el contenido del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, el nacimiento de su responsabilidad civil también dará lugar a la responsabilidad administrativa de éstas en función de las sanciones administrativas que resultan concretadas por el propio Reglamento, y que son desarrolladas por los ordenamientos de los estados comunitarios.

En efecto, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se ha venido a añadir por el Reglamento 513/2011, de 11 de mayo, un anexo III en donde se viene a establecer una extensa lista de 54 infracciones relacionadas con conflictos de interés, requisitos de organización, de funcionamiento, obstáculos a la actividad de supervisión y la divulgación de información. De igual modo, en el anexo IV se vienen a detallar una lista de coeficientes ligados a los factores agravantes y atenuantes en la comisión de la infracción.

C) Ámbito nacional

A nivel nacional, las ACC también están sometidas a unas normas generales procedentes de cada una de las jurisdicciones en que operan. En efecto, así se constata desde la medida 1.11 del Código de Conducta IOSCO para las ACC, donde, junto a las medidas que contiene, se efectúa una remisión a las regulaciones nacionales aplicables a la actividad de calificación.

De esta forma, en nuestro ordenamiento jurídico, las ACC quedan afectas a la exigencia de una serie de obligaciones derivadas de su posición de sujeto que realiza actividades en el mercado de valores con la finalidad de garantizar que el desarrollo de las prestaciones se efectuará en torno a los criterios de profesionalidad, moralidad y corrección. Estas son las normas de conducta contenidas en el Capítulo II, del Título VII, de la LMV, las cuales no se limitan a constituir una serie de principios éticos, sino que se trata de preceptos de obligatoria aplicación.

Crónica

TRANSPARENCIA SOBRE LOS DERIVADOS EXTRABURSÁTILES(*)

M.ª DE LA SIERRA FLORES DOÑA

Catedrática acreditada de Derecho Mercantil (UCM)

RESUMEN

El Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, establece que la contraparte y la Entidad de contrapartida central informarán sobre el contrato de derivado al Registro de Operaciones. La comunicación al Registro de Operaciones se contempla en el Borrador de Normas Técnicas para la reglamentación de Derivados OTC, ECC y Registro de Operaciones, ESMA/2012/379, de 25 de junio de 2012.

Esta información se integra en el programa dirigido a mejorar la transparencia sobre los contratos derivados OTC en el mercado interior europeo y a facilitar la convergencia en la actividad de supervisión de los mercados nacionales desarrollada por las autoridades nacionales. Así, con la información sobre el contrato al Registro de operaciones se produce el tránsito desde la «información privada» peculiar en la contratación de derivados OTC a una «información de conocimiento público».

Palabras clave: *Contrato de derivado, derivados extrabursátiles, derivados OTC, Reglamento (UE) núm. 648/2012, transparencia en derivados.*

ABSTRACT

Regulation (EU), n. 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, on 2012 july 4th, said «Counterparties and CCPs shall ensure that the details of any derivative contract they have concluded and of any modification or termination of the contract are reported to a trade repository registered» (article 9.1). The communication to a trade repository referred to in «Draft Technical Standars for the Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories», ESMA/2012/379, on 2012 june 25th.

This information is part of the program aimed at improving transparency on OTC derivatives contracts in the european internal market and facilitate convergence in the oversight of national markets by national authorities. In this regard, with the reporting obligation to a trade repository, the information that was previously private in the trading of OTC derivatives is made available to the public.

Key words: *Derivative contract, OTC derivatives, Regulation (EU) n. 648/2012, transparency on derivative.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. LA INFORMACIÓN SOBRE EL CONTRATO DE DERIVADO AL REGISTRO DE OPERACIONES [«TRADE REPOSITORIES»].

(*) El trabajo forma parte 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, cuya investigadora principal es Carmen ALONSO LEDESMA, catedrática de Derecho Mercantil UCM.

1. Fuentes y caracterización.

2. Ámbito y excepciones.

A) «Contraparte» y «Entidad de Contrapartida Central».

B) Contrato de derivado OTC o extrabursátil (opción [«option»], futuro [«future»], permuta [«swap»], futuro de interés [«forward rate agreement»]).

III. COMUNICACIÓN AL REGISTRO DE OPERACIONES.

1. La integración en el formulario normalizado del contenido contractual y el contenido del Informe.

2. Comunicación inmediata.

IV. RÉGIMEN SANCIONADOR Y DE SUPERVISIÓN.

CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

En la reforma del Sistema de supervisión financiera en el mercado interior europeo (en adelante, UE), ocupan un lugar destacado las normas encaminadas a mejorar la transparencia sobre los contratos derivados OTC. Estas reglas se contienen en el Reglamento 648/2012 (UE) núm. 648/2012 del Parlamento y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles (también conocidos como OTC), las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones [«Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories», de 4 de julio de 2012 [en adelante, Reglamento 648/2012][(1)]. El régimen básico de transparencia se concreta en la información que, sobre el contrato de derivado, ha de comunicarse al Registro de Operaciones [«Trade Repositories»] o, en su defecto, a la Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados [«AEVM» o «ESMA»] «ESMA» (art. 9). La regulación establecida en el Reglamento 648/2012 se desarrolla por el Borrador de Normas Técnicas para la reglamentación de Derivados OTC, ECC y Registro de Operaciones [«Draft Technical Standars for the Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories»], ESMA/2012/379, 25 de junio de 2012 (en adelante, BNT. ESMA)[(2)].

En este trabajo se examina la caracterización y alcance del deber de información que se requiere a las Contrapartes y a las Entidades de Contrapartida Central (núm. II). Se sigue con el contenido y cumplimiento del Informe relativo a la información requerida (núm. III). A continuación se analizan las sanciones y mecanismos de supervisión encaminados

(1) El Reglamento se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea, DO L 201, de 27 de julio de 2012, pp. 1-59. La versión electrónica es accesible por la *website* de la UE, <http://www.europa.eu>.

(2) «Draft Technical Standars for the Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories», ESMA/2012/379, de 25 de junio de 2012. La version electrónica es accessible en la *website* de la Autoridad Europea de Supervisión de Valores y de Mercados (<http://www.esma.europa.eu>). El documento también está disponible en la *website* de la Autoridad española de supervisión, CNMV (<http://www.cnmv.es>).

a asegurar el cumplimiento de la información requerida (núm. IV). El trabajo finaliza con unas conclusiones.

II. LA INFORMACIÓN SOBRE EL CONTRATO DE DERIVADO AL REGISTRO DE OPERACIONES [«TRADE REPOSITORIES»]

1. Fuentes y caracterización

Dentro del Título II, «Liquidación, información y mitigación del riesgo de los derivados OTC» (*Clearing, reporting and risk mitigation of OTC derivatives*), el art. 9 del Reglamento 648/2012 establece la necesidad de que se informe sobre el contrato de derivado al Registro de Operaciones [«Trade Repositories»] o, en su defecto, a la Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados [«ESMA»] (art. 9). A este respecto, el párrafo 1 dice: «Las contrapartes y las ECC "Counter parties and CCPs" velarán por que los datos de todo contrato de derivados que hayan celebrado y de toda modificación o resolución del contrato se notifiquen al registro de operaciones».

El desarrollo de los extremos relativos a la forma y contenido del cumplimiento de la información se contemplan en el BNT. ESMA/2012/379, de conformidad con lo dispuesto en el art. 9.1, núm. 5, del Reglamento 648/2012, que dice: «A fin de asegurar la aplicación coherente del presente artículo, la AEVM elaborará proyectos de normas técnicas reglamentarias que especifiquen los datos y el tipo de informes a que se refieren los apartados 1 y 3 en relación con las diferentes categorías de derivados».

En el plano de las fuentes del mercado interior, tanto el Reglamento 648/2012 como el BNT. ESMA/2012/379 se comprenden en el programa de reforma de supervisión financiera en la UE, por lo que ambos textos tienen que ser coordinados con la regulación y nuevo organigrama de supervisión financiera, así como con otras Directivas de sociedades y de los mercados financieros. A algunas de ellas se remiten el Reglamento 648/2012 y las BNT. ESMA/2012/379 para establecer el significado de términos comunes en el mercado financiero y que, a su vez, están siendo objeto de revisión. Así, por ejemplo, hay que acudir a la Directiva MiFID 2004/39/CE, de 21 de abril, para determinar el significado, entre otros, de los siguientes términos: contrato derivado, derivado negociado en mercados no organizados, contraparte no financiera, plataforma de negociación. Asimismo, la Directiva 83/349/CE constituye el referente para determinar el significado de Grupo, matriz, filial. O la Directiva de Transparencia, 2004/109/CE, para fijar el concepto de participación cualificada.

Además, y conjuntamente atendiendo a los objetivos principales del Reglamento 648/2012 sobre derivados OTC, hay que afirmar que el carácter uniforme y común de la regulación sobre la información de los contratos de derivados OTC mejora el régimen armonizado de los mercados financieros aplicable bajo la Directiva MiFID (2004/39/CE), de conformidad con los objetivos marcados por el G-20 y los compromisos adquiridos en la Cumbre de Pittsburg [26 de septiembre de 2009] [E.M. Reglamento (5)]. En este sentido, la importancia de mejorar la transparencia de las operaciones con instrumentos derivados fue asumida por la Resolución del Parlamento Europeo de 15 de junio de 2010, sobre «Mercados de derivados: actuaciones futuras» [2010/2008 (INI)]. En ella se reafirmó la necesidad

de una mayor regulación de los derivados OTC[3], en la que se comprendería la «notificación obligatoria» como instrumento articulador de la transparencia general respecto de las operaciones con derivados OTC[4]. De este modo, el conocimiento por las autoridades europeas y nacionales de la estructura y dimensión de los contratos de derivados no sólo constituye uno de objetivos fundamentales de la reforma, de elevar la visibilidad de la «compleja red de interdependencias creada por este tipo de operaciones» [EM Reglamento (4)], sino que la notificación facilitará la «determinación de la naturaleza y el nivel de los riesgos en juego», contribuyendo así a mitigar el riesgo de crédito consustancial a los derivados extrabursátiles. Asimismo, el establecimiento de un régimen informativo, de carácter común y uniforme en el entorno de la UE, facilitará «la vigilancia y el control de los derivados por parte de las autoridades de supervisión de los mercados financieros», de acuerdo con los fundamentos declarados en la Exposición de Motivos del Reglamento 648/2012.

En efecto, la información sobre los derivados se comprendía hasta ahora dentro del régimen armonizado de información sobre operaciones realizadas por las empresas de servicios e inversión en el campo de los valores [«investment services in the securities field»]. La primera regulación contemplada en la Directiva UE 93/22/EC se fortaleció por la Directiva MiFID (2004/39/CE) con el fin de evitar la pérdida de información como consecuencia de la fragmentación de la negociación de los valores con los sistemas de negociación multilateral [«Multilateral Trading Facilities»] (MTFs) y los «internalizadores sistemáticos (SI)»[5]. No obstante, el CERS (hoy ESMA) consideró que, al no contemplarse expresamente en la MiFID la obligación de informar de las operaciones sobre derivados OTC, la aplicación de esta última por algunos Estados miembros con base en el art. 45 de la Directiva MiFID —relativo a los requisitos de transparencia post-negociación aplicables a los mercados regulados— no aseguraba la transparencia de los derivados OTC, más allá de aquéllos referenciados a un valor admitido a negociación en un mercado regulado. Por ello, la relevancia de los problemas y requerimientos de la regulación uniforme de la información sobre los derivados OTC esbozados en la Guía CERS/10-661: «How to report transactions on OTC derivative instruments», de octubre de 2010.

---

(3) La Resolución del Parlamento Europeo, de 15 de junio de 2010 declaraba, en su núm. 1: «Celebra la iniciativa de la Comisión de someter los derivados, y especialmente los derivados OTC, a una mejor regulación a fin de reducir los efectos que tienen los riesgos de los mercados de derivados OTC sobre la estabilidad de los mercados financieros en su conjunto, y apoya la exigencia de una normalización legal de los contratos de derivados (por ejemplo, mediante incentivos normativos en la Directiva sobre requisitos de capital en relación con el riesgo operativo), el uso de registros de operaciones y el almacenamiento centralizado de datos, la utilización y el reforzamiento de la compensación mediante contrapartes centrales y el empleo de foros de negociación organizados».

(4) La Resolución del Parlamento Europeo de 15 de junio de 2010 declaraba, en su núm. 3: «Pide más transparencia en las transacciones previas a la negociación de todos los instrumentos que reúnan las condiciones para un amplio uso de foros de negociación organizados, así como una mayor transparencia después de la negociación mediante la notificación de todas las transacciones a registros en beneficio tanto de las autoridades reguladoras como de los inversores».

(5) En relación con la información sobre las operaciones con derivados, en el BNT. ESMA se declara: «Los objetivos de esta información son dos: en primer lugar, "facilitar a la autoridad competente nacional el cumplimiento de su función supervisora" (to enable national competent authorities to perform their market supervision mision) y, en particular, "vigilar las actividades de las empresas de inversión y asegurar que actúan con honestidad, corrección, profesionalidad y promoviendo la integridad del mercado" (the act honestly, fairly and professionally and in a manner which promotes the integrity of the market)». ESMA: «Call for evidence», Report ESMA/2012/278, de 7 de mayo de 2012 [<http://www.esma.europa.eu>, «Consultations»], p. 6.

La prioridad en una regulación de los derivados OTC, sustentada en unas bases, de carácter común y uniforme, ha sido ininterrumpida en el proceso de la reforma financiera en la UE. A este respecto, la Resolución del Parlamento 2010/2008 (INI) subrayó la necesidad de «una regulación europea de los derivados (…), lo más uniforme posible a nivel internacional y coordinada también a nivel internacional» (núm. 41). Esta normativa única y común para todos los Estados miembros está representada por las directrices marcadas por el «Reglamento 648/2012», que están desarrolladas por las «reglas de estándares técnicos» para su cumplimiento (art. 9 del Reglamento 648/2012), de acuerdo con el ámbito de aplicación general dispuesto en el art. 1.1 del Reglamento 648/2012, que dice: «El presente Reglamento establece requisitos en materia de compensación y de gestión bilateral del riesgo para los contratos de derivados extrabursátiles, requisitos de información para los contratos de derivados». El carácter común y uniforme de la información que sobre los derivados OTC han de proporcionar las contrapartes y las Entidades de contrapartida central se complementará con la convergencia de disposiciones en materia de disposición y desarrollo. De una parte, a través de las Normas Técnicas que desarrollarán el Reglamento por parte de ESMA. De otra, mediante la aproximación en la actividad de supervisión entre las autoridades nacionales competentes; por ejemplo, en cuanto a los requerimientos de información a los operadores de los mercados financieros)[6]. De esta manera se contribuirá a evitar o, cuando menos, a debilitar el arbitraje regulatorio derivado de la falta de disposiciones coordinadas.

El mayor conocimiento de los contratos derivados OTC celebrados, modificados y concluidos alcanzado con el cumplimiento del Reglamento 648/2012 facilitará la aplicación coordinada y complementaria de este bloque normativo con las demás disposiciones que inciden en este ámbito contractual, y que están siendo revisadas o incorporadas en el programa de reforma financiera en la UE[7].

---

(6) CESR/10-661, <http://www.esma.europa.eu/system/files/10_661.pdf>.

(7) Dentro de las normas de Transparencia sobre derivados OTC que se contemplan en los Textos de reforma en curso pueden señalarse: (i) la norma de estatus, relacionada con la publicidad del precio y de las demás condiciones de los servicios asociados a los contratos de derivados (art. 38 del Reglamento 648/2012) y (ii) el fortalecimiento de la información de las participaciones importantes en una sociedad cotizada, cuyo umbral (s) se haya alcanzado mediante derivados financieros con potencial de adquirir las acciones cotizadas subyacentes o los derechos de voto correspondientes a los valores de referencia [art. 13.1 de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE y la Directiva 2007/14/CE, de 25 de octubre de 2011 [COM (2011) 683 final] o Propuesta de Directiva de Transparencia.

En cuanto a la publicidad del precio y de las demás condiciones de los servicios asociados a los contratos de derivados, el art. 38 del Reglamento 648/2012 declara que las ECC y sus miembros compensadores harán públicos los precios y comisiones correspondientes a los servicios prestados. En la información objeto de publicidad se desglosarán los precios y comisiones de cada servicio y función por separado, incluidos los descuentos y minoraciones y las condiciones para beneficiarse de estas reducciones. Las ECC permitirán a sus miembros compensadores y, en su caso, a sus clientes, acceder por separado a los servicios específicos prestados.

En relación con el fortalecimiento del deber de información sobre las participaciones importantes en una sociedad cotizada, el art. 13.1.b) de la Propuesta de Directiva de Transparencia exige computar los «instrumentos financieros de efecto económico similar a aquéllos que otorgan un derecho incondicional o potestativo de adquirir las acciones subyacentes (…), den o no derecho a liquidación física». Con la previsión se amplía la extensión del deber de notificación dispuesto en el art. 9 para la «adquisición o cesión de participaciones importantes» (art. 9) y aplicable también a la «adquisición o cesión de proporciones importantes de derechos de voto» (art. 10) y a los «instrumentos financieros que den derecho a adquirir (…) acciones ya emitidas que lleven aparejado derechos de voto de un emisor cuyas acciones han sido admitidas a negociación en un mercado regulado» (art. 13.1). Con esta previsión se persigue elevar la transparencia respecto de la estructura de la propiedad del capital y del poder en las sociedades cotizadas.

En definitiva, con la información requerida respecto de los contratos de derivados que ha de comunicarse al Registro de Operaciones se produce el tránsito desde «la información privada» peculiar en la contratación de derivados OTC a una información más precisa a favor de las autoridades de supervisión y, en menor medida, de conocimiento público, de conformidad con las singularidades y las condiciones requeridas por el carácter eminentemente profesional y variable que presentan estos contratos financieros. El carácter legal e imperativo de la transparencia sobre los derivados OTC explica que este tipo de información se excluya de la regla general del carácter interno que rige en el ámbito del Derecho de contrato, según se declara en el art. 9.4 del Reglamento 648/2012: «El hecho de que una contraparte o una ECC comunique los datos de un contrato de derivados al registro de operaciones o a la AEVM, o de que una entidad comunique dichos datos en nombre de una contraparte no se considerará violación de las restricciones sobre divulgación de información que imponga dicho contrato o cualquier disposición legal, reglamentaria o administrativa». Por idéntica razón la «divulgación de dicha información no implicará ningún tipo de responsabilidad para la entidad notificante o para sus directores o empleados». Esta disposición es compatible con el deber de conservación del archivo del contrato de derivado OTC celebrado o modificado, durante al menos los cinco años siguientes a la terminación del contrato [art. 9.2 del Reglamento].

2. Ámbito y excepciones

A) «Contraparte» y «Entidad de Contrapartida Central»

El art. 9, párrafo 1, del Reglamento 648/2012 dice que *Las partes [«Counterparties and CCPs»] del contrato se «asegurarán».* La lectura contextual de la expresión verbal *«asegurarán»* manifiesta que se trata de una obligación que se impone a las partes del contrato «Counterparties and CCPs», puesto que su incumplimiento puede suponer sanciones, de acuerdo con el art. 12.1 de Reglamento 648/2012, que dice: «1. Los Estados miembros determinarán el régimen de sanciones aplicable en caso de infracción de las disposiciones del presente título y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su cumplimiento. Las sanciones consistirán como mínimo en multas administrativas. Las sanciones previstas serán eficaces, proporcionadas y disuasorias».

La información impuesta en el Reglamento 648/2012 reviste un carácter público administrativo, puesto que se desplaza la aplicación del Derecho Privado cuando en su artículo 12.3 dice: «Ninguna infracción de las disposiciones del presente Título afectará a la validez de un contrato de derivados OTC ni a la posibilidad de que las partes ejecuten los términos de un contrato de derivados OTC. Ninguna infracción de las disposiciones del presente Título justificará reclamación alguna por daños y perjuicios contra una de las partes de un contrato de derivados OTC». No obstante, consideramos que este pronunciamiento general deberá moderarse desde una doble perspectiva jurídico privada. De una parte, en cuanto al significado, alcance y consecuencias de los temas de «validez», «contenido» e «incumplimiento». De otra, respecto del cumplimiento de la información requerida en el Reglamento 648/2012. En el marco del Derecho Privado de Obligaciones, los temas de validez, contenido y cumplimiento del contrato(s) tendrán que resolverse casuísticamente, atendiendo al problema concretamente suscitado por el contrato de derivado, entre otros, error o vicio del consentimiento, incumplimiento de alguna de las obligaciones esenciales del contrato. O

viceversa, la observancia de la información requerida en el Reglamento podría favorecer al supuesto sujeto infractor en la esfera del Derecho Privado, como medio de para probar el cumplimiento del «patrón de diligencia» exigido a las partes del contrato.

En cuanto al significado y alcance subjetivo de la información, el propio Reglamento 648/2012 se ocupa de resolver el tema en el art. 2, relativo a las Definiciones. Así, por «entidad de contrapartida central (ECC)» hay que entender, a «una entidad jurídica que intermedia entre las contrapartes de los contratos negociados en uno o varios mercados financieros, actuando como compradora frente a todo vendedor y como vendedora frente a todo comprador» [art. 2 (1)]. El significado de contrapartes se comprende en el art. 2 (8) y (9) del Reglamento 648/2012. En el término «contraparte financiera» se comprenderán las siguientes: empresa de inversión autorizada de conformidad con la Directiva 2004/39/CE, entidad de crédito autorizada de conformidad con la Directiva 2006/48/CE, empresa de seguros autorizada de conformidad con la Directiva 73/239/CEE, empresa de seguros autorizada de conformidad con la Directiva 2002/83/CE, empresa de reaseguros autorizada de conformidad con la Directiva 2005/68/CE, organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y sus gestores autorizados de conformidad con la Directiva 2009/65/CE, fondo de pensiones de empleo tal como se define en el artículo 6, letra a), de la Directiva 2003/41/CE y un fondo de inversión alternativo gestionado por GFIA autorizados o registrados de conformidad con la Directiva 2011/61/UE; (9) «contraparte no financiera»: empresa establecida en la Unión distinta de las entidades mencionadas en los puntos 1 y 6».

La regla general de aplicación dispuesta en el art. 1.2 del Reglamento 648/2012 es también aplicable al deber de información impuesto para los contratos de derivados OTC. Sin embargo, esta regla general de información se exceptúa en el art. 1.4, en relación con los siguientes sujetos: los «miembros del SEBC y otros organismos de los Estados miembros con funciones similares, ni a otros organismos públicos de la Unión que se encarguen de la gestión de la deuda pública o intervengan en ella (a), el Banco de Pagos Internacionales. (b) La lista actual de exclusiones será revisada por la Comisión. Esta última presentará al Parlamento un informe de evaluación sobre los siguientes extremos: (i) el tratamiento internacional de los organismos públicos encargados de la gestión de la deuda pública o que intervengan en dicha gestión y de los bancos centrales, (ii) incluirá un análisis comparativo del tratamiento dado a esos organismos y a los bancos centrales en el marco jurídico de un número significativo de terceros países, incluidos al menos los tres territorios más importantes por lo que respecta a los volúmenes de contratos negociados, así como las normas de gestión del riesgo aplicables a las operaciones de derivados suscritas por dichos organismos y por los bancos centrales en esos territorios. Si el «informe concluye, en particular a la luz de los análisis comparativos, que es necesario eximir a los bancos centrales de esos terceros países de su responsabilidad monetaria en materia de obligaciones de compensación e información, la Comisión los añadirá a la lista que figura en el apartado 4» (art. 1.6 del Reglamento).

B) Contrato de derivado OTC o extrabursátil (opción [«option»], futuro [«future»], permuta [«swap»], futuro de interés [«forward rate agreement»])

La información versará sobre los contratos derivados OTC, «over the counter derivative contracts» (OTC) [art. 2 (7) del Reglamento]. Así debe entenderse, de la regla de

aplicación general del art. 1.1 del Reglamento 648/2012 y con el objetivo fundamental de este de superar la laguna que en materia de transparencia suscitaban los contratos negociados fuera de los mercados regulados [EM (4)]. El contrato negociado fuera de los mercados regulados debe entenderse equivalente al «derivado negociado en mercados no organizados» [art. 2 (7) del Reglamento 648/2012]. Es decir, aquel «contrato de derivado cuya ejecución no tiene lugar en un mercado regulado, tal como se define en el artículo 4, apartado 1, punto 14, de la Directiva 2004/39/CE, ni en un mercado de un tercer país que se considere equivalente a un mercado regulado de conformidad con el artículo 19, apartado 6, de la Directiva 2004/39/CE».

Desde el punto de vista causal, el contrato derivado extrabursátil coincidirá normalmente con el de cualquier contrato de derivado de los negociados en un mercado regulado, según se deduce del significado general del art. 2 (7) del Reglamento, 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 con materias primas 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 relacionados con materias primas 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 relacionados con materias primas 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 artículos 38 y 39 del Reglamento 648/2012 (CE) núm. 1287/2006].

La lista de instrumentos financieros delimitada en la Directiva MiFID —a la que se remite el Reglamento— viene a coincidir con el contenido exigido al informe de comunicación a realizar al Registro de operaciones en el BNT. ESMA [art. 4.2]. La lectura coordinada de las disposiciones concurrentes permite delimitar el contrato de derivado sometido al ámbito de la información requerida en el art. 9.1 del Reglamento 648/2012 en un sentido amplio. En síntesis: el contrato puede versar sobre valores o mercancías (valores [«equity»], tipo de interés [«interest rate products»], crédito [«credit»], moneda [«currency»], mercancía [«comodities»], otros [«other»]) [art. 4.2 BNT. ESMA/2012/379]. En cualquiera de los casos indicados sería indiferente que se tratase de un contrato de opción [«options»], de un contrato de futuro [«future»], de un contrato de permuta [«swaps»], de un contrato de futuro de interés [«forward rate agreements»]. También sería intrascendente

la modalidad en la que se hubiera acordado la liquidación del contrato: en especie o en efectivo o por diferencia [«contracts for difference»]. La única limitación que establece el Reglamento 648/2012 es que: (i) el contrato de derivado (o contratos) sea objeto de compensación, de acuerdo con el alcance objetivo dispuesto en el art. 4 del Reglamento, relativo a la «obligación de compensación» y cuyo desarrollo es competencia de ESMA (según se indica en el art. 4.3), (ii) el contrato (s) se haya suscrito antes del 16 de agosto de 2012 y sigan pendientes en tal fecha, (iii) se suscriban el 16 de agosto de 2012 o con posterioridad» (art. 9.1, segundo párrafo, del Reglamento 648/2012).

III. COMUNICACIÓN AL REGISTRO DE OPERACIONES

1. La integración en el formulario normalizado del contenido contractual y el contenido del Informe

La información sobre el contrato de derivado se realizará mediante informe, que se cumplimentará con arreglo al formulario contemplado por el BNT. ESMA para la ejecución uniforme de la información exigida con ocasión de la celebración, modificación o resolución del contrato (art. 9.6 del Reglamento 648/2012). Este formulario, denominado «Formulario detallado en el que debe presentarse el informe al Registro de Operaciones», se contempla en los Anexos I y II del BNT. ESMA/2012/379.

El modelo elaborado en el BNT. ESMA es un modelo digital, cuyo contenido se desglosa en dos Tablas, cada una de las cuales se estructura en un número determinado de campos, agrupados por tipo de información diferente y que han de cumplimentarse utilizando un lenguaje codificado y susceptible de gestión electrónica.

Este documento es el resultado de la investigación llevada a cabo por ESMA (y anteriormente por el CERS) a través del examen de la «información común de las operaciones armonizadas» en materia de derivados y utilizada por las distintas autoridades de supervisión nacional, tanto en relación con la información proporcionada por las empresas de servicios e inversión como respecto de los requerimientos realizados por las autoridades para ampliar la información[(8)].

En la Tabla I del modelo publicado en el BNT. ESMA, denominada «Counter party Data» figuran los datos relacionados con «las partes en el contrato y, si fuera diferente, al beneficiario de los derechos y obligaciones que emanan del contrato» (según exige el art. 9 del Reglamento 648/2012). La información sobre las contrapartes se desglosa en 16 campos (por ejemplo: los intervinientes aparecerán por su «Legal Entity identifier»).

En relación con los demás elementos del contrato, así como con el contenido y cumplimiento de este, el Reglamento 648/2012 ordena que en el Informe consten «las principales características de los contratos, incluido el tipo, el vencimiento subyacente, el valor nocional, el precio y la fecha de liquidación» [art. 9.5, letras (a) y (b)]. Esta información se desarrolla en la Tabla 2 del modelo ESMA. La Tabla 2 se denomina Datos comunes «Com-

(8) ESMA: «Call for evidence», Report ESMA/2012/278, de 7 de mayo de 2012 [<http://www.esma.europa.eu>, «Consultations»], p. 8.

mon Data». Esta Tabla se estructura en un total de 64 campos, agrupados en diez secciones: desde la «sección 2.ª» hasta la «sección 2h», ambas inclusive. En cada sección figuran los detalles del mismo tipo de información. Así, el se determinará utilizando un único identificador del producto (UPI: unique product identifier) o, en su defecto, la expresión de su clase. La sección 2.ª comprende los campos 1-4 y se refiere al tipo de contrato; la sección 2b comprende los campos 5-19 y contiene los detalles de la operación; la sección 2c se refiere a los datos relacionados con la mitigación del riesgo (campos 20-21); la sección 2d comprende los campos 22-26, y en ellos se reflejarán los datos relativos a la compensación; la sección 2e tiene los campos 27-36, dedicados a detallar la exposición; las secciones 2f a 2i comprenden los campos 37-63, y se contienen los detalles de cada tipo y especie de contrato de derivado en particular (sobre interés, moneda, mercancías, opción). La sección 2j comprende los campos 63 y 64, en los que se detallarán las modificaciones de los contratos. La autoridad de supervisión española, CNMV, considera que el excesivo detalle de la información que se comunica al Registro de operaciones podría significar un posible riesgo de evasión del Reglamento, por cuanto que los operadores económicos podrían evitar la regulación utilizando instrumentos alternativos o introduciendo modificaciones a los requerimientos del legislador comunitario(9).

	Section 2e - Exposures		All contracts
27	Collateralisation	U=uncollateralised, PC=partially collateralised, OC=one way collateralised or FC=full collateralised	
28	Collateral basis	Y=Yes / N=No	
29	Collateral type	C=cash, = securities, B=bonds, M=mixed, O=Other	
30	Other Collateral type	Free text.	
31	Collateral amount	Indicates the amount of collateral that is posted by a counterparty	
32	Currency of collateral amount	E = euros, US = US dollars, UK = Pound Stirling, O = Other	
33	Other currency of collateral amount	Free text.	
34	Mark to market value of contract	Format (C=Cash, P=Percentage, S=Spread) and amount (xxx,yy)	
35	Mark to market date of contract	ISO 8601 date format / UTC time format.	

Imagen parcial del formulario, en relación con el detalle de los datos de la exposición de los contratos de derivados [Anexo I. Tabla 2: «Common Data» *Draft Technical Standars for the Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories* (documento de consulta ESMA/2012/379, 25 de junio de 2012), p. 169]

En el plano de relaciones entre el Derecho Privado de Obligaciones y el Derecho Público de los Mercados de Valores, los extremos que han de ser objeto de cumplimiento en

(9) Así en «CNMV ADVISORY COMMITTEE RESPONSE TO ESMA's CONSULTATION PAPER ON DRAFT TECHNICAL STANDARDS FOR THE REGULATION ON OTC DERIVATIVES, CCPs AND TRADE REPOSITORIES (ESMA/2012/379), núm. III. Public Register», p. 4.

el formulario coinciden con el contenido contractual desde el punto de vista del Derecho de Obligaciones y Contratos. Por lo que el contenido del informe constituye la forma y contenido de la obligación de transparencia al Registro de operaciones y, simultáneamente, los elementos y contenido del contrato en el ámbito del Derecho Privado de Obligaciones.

En consecuencia, la «información relevante» que se comunica al Registro de operaciones es una información completa y detallada del contrato de derivado, según se desarrolla por el BNT. ESMA, de ejecución para la aplicación uniforme del Informe sobre los contratos de derivados.

2. Comunicación inmediata

El Reglamento 648/2012 exige que la información sobre el contrato de derivado se realice de manera inmediata, a «más tardar el día hábil siguiente al de celebración, modificación o resolución del contrato» (art. 9.1).

De conformidad con el art. 9 del Reglamento, la comunicación será única para cada contrato de derivado [«Las contrapartes y las ECC velarán por que los datos de sus contratos de derivados se comuniquen sin duplicaciones»]. La comunicación al Registro de operaciones podrá realizarse por las partes [«la contraparte o la ECC»] o por la persona en quien deleguen [«podrá delegar la notificación de los datos del contrato de derivado»].

El informe relacionado con el contrato de derivado se comunicará al «registro de operaciones», en el que se «recopila y conserva de forma centralizada las inscripciones de derivados [art. 9.1, en relación con el art. 2. (2) PR.EMIR]. Si no existiere el registro de operaciones para una clase de activo particular registrado conforme al art. 55 del Reglamento 648/2012, la comunicación se realizará a ESMA de acuerdo con el art. 9 (3) del Reglamento 648/2012 (art. 6.3. NT ESMA).

En todos los casos, y en coherencia con lo manifestado en el ámbito subjetivo de la información, el informe sobre la celebración, modificación y resolución del contrato de derivado se dirigirá al registro o, en su defecto, a la Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados (art. 9.1, segundo párrafo, PR.EMIR). Los registros de operaciones publicarán, periódicamente y de forma fácilmente accesible, posiciones agregadas por categoría de derivados respecto de los contratos que les hayan sido comunicados.

IV. RÉGIMEN SANCIONADOR Y DE SUPERVISIÓN

La competencia general en materia de supervisión y de sanción se reconoce a los Estados miembros, conforme a las características y contenido mínimo fijados en el art. 12 del Reglamento 648/2012. A este respecto, en el número 1 del citado precepto dice: «Los Estados miembros determinarán el régimen de sanciones aplicable en caso de infracción de las disposiciones del presente título y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su cumplimiento». El régimen de sanciones establecido por cada Estado miembro se comunicará a la Comisión en el plazo de seis meses a partir de la entrada en vigor del presente Reglamento 648/2012 y cada Estado miembro publicará periódicamente informes de evaluación sobre la eficacia de las normas aplicadas en materia de sanciones (art. 12.2, segundo párrafo, Reglamento 648/2012).

Las características y contenido mínimo del régimen sancionador se fijan en el texto comunitario. Con carácter general, «las sanciones previstas serán eficaces, proporcionadas y disuasorias». Estas serán económicas y consistirán, como mínimo, en «multas administrativas (art. 12.1 Reglamento 648/2012). En cuanto a las orientaciones que guiarán los regímenes nacionales, el Reglamento declara en su Considerando 46 que «Deben basarse en directrices adoptadas por la AEVM con miras a promover la convergencia y la coherencia intersectorial de los regímenes sancionadores en el sector financiero».

La publicidad general de las sanciones dispuestas para la comunicación de la información sobre contratos derivados al Registro de Operaciones o a ESMA se contempla en el art. 12.2 del Reglamento 648/2012, en el que se ordena que «Los Estados miembros velarán por que las autoridades competentes responsables de la supervisión de las contrapartes financieras y, en su caso, no financieras, hagan públicas todas las sanciones que se hayan impuesto por incumplimiento de lo dispuesto en los artículos 4, 5 y 7 a 11». La regla general de publicidad de las sanciones tiene carácter relativo, ya que puede exceptuarse si «dicha divulgación pueda poner en grave riesgo los mercados financieros o causar un perjuicio desproporcionado a las partes implicadas». Y, en todo caso, «la divulgación y publicación de las sanciones no incluirá datos personales en el sentido del artículo 2, letra a), de la Directiva 95/46/CE».

El régimen sancionador relacionado con la infracción de la información exigida para los contratos de derivados en el art. 9.1 tiene carácter administrativo, según el tenor del art. 12.3 del Reglamento 648/2012. «Ninguna infracción de las disposiciones del presente Título afectará a la validez de un contrato de derivados OTC ni a la posibilidad de que las partes ejecuten los términos de un contrato de derivados OTC. Ninguna infracción de las disposiciones del presente Título justificará reclamación alguna por daños y perjuicios contra una de las partes de un contrato de derivados OTC».

Desde una perspectiva jurídico-privada, consideramos que este pronunciamiento general del art. 12.3 del Reglamento 648/2012 deberá moderarse desde una doble perspectiva jurídico-privada. De una parte, en cuanto al significado, alcance y consecuencias de los temas de «validez», «contenido» e «incumplimiento». De otra, respecto del cumplimiento de la información requerida en el Reglamento 648/2012. En el marco del Derecho Privado de Obligaciones, los temas de validez, contenido y cumplimiento del contrato(s) tendrán que resolverse casuísticamente, atendiendo al problema concretamente suscitado por el contrato de derivado respecto del que discuten las partes. Asimismo, la observancia de la información requerida en el Reglamento podría favorecer al supuesto sujeto infractor como medio de para probar el cumplimiento del «patrón de diligencia» exigido a las partes del contrato en el Derecho Privado de Obligaciones y Contratos.

El carácter indistintamente nacional e internacional del contrato de derivado eleva la necesidad de que existan unas reglas comunes por parte de las autoridades nacionales competentes. Las insuficiencias a este respecto han sido recurrentes en el proceso de reforma de la supervisión financiera en curso. En este sentido, la Resolución del Parlamento 2010/2008 (INI) consideró que «debería establecerse un fundamento para la cooperación internacional a fin de imponer a los derivados negociados a nivel internacional normas internacionales y acuerdos en materia de intercambio de información entre las contrapartes centrales, como mínimo» (D). En un sentido parecido se ha manifestado ESMA en su Informe 2012/278, de 7 de mayo. En este último se declara que la experiencia más

reciente ha manifestado que existían algunas diferencias entre las autoridades nacionales competentes, en materia de intercambio de información de supervisión. Por ejemplo, se ha sabido que donde algunas autoridades nacionales podrían requerir información específica respecto de la operación contenida en el informe, otros podían obtenerla con otro significado. Por ello, la convergencia de la actividad de supervisión y el lograr un libro de reglas únicas sobre la materia se sitúan en el núcleo esencial de la labor de ESMA. De esta manera se contribuirá al acercamiento común en los requerimientos de informaciones por parte de las autoridades competentes a la hora de desarrollar sus funciones de vigilancia y, de este modo, alcanzar la integridad y eficiencia de los mercados mercados financieros(10).

CONCLUSIONES

Con la información exigida para los contratos de derivados y la comunicación de esta al Registro de Operaciones se produce el tránsito desde «la información privada» peculiar en la contratación de derivados OTC a una información de conocimiento por parte de las autoridades de supervisión y, en menor medida, a una información pública, con arreglo a los parámetros y contenido variable que presentan estos contratos financieros.

La «información relevante» que se comunica al Registro de operaciones es una información completa y detallada del contrato de derivado, según se desarrolla por el BNT. ESMA/2012/379. En el plano de relaciones entre el Derecho Privado de Obligaciones y el Derecho Público de los Mercados de Valores, los extremos que han de ser objeto de cumplimiento en el formulario coinciden con el contenido del contrato de derivado en la esfera del Derecho de Obligaciones y contratos. Por lo que el contenido del informe constituye, al mismo tiempo, la forma y el contenido de la obligación de transparencia al Registro de operaciones requerida en el Reglamento.

El régimen sancionador relacionado con la infracción de la información exigida para los contratos de derivados en el art. 9.1 tiene carácter administrativo, según el tenor del art. 12.3 del Reglamento 648/2012 («Ninguna infracción de las disposiciones del presente Título afectará a la validez de un contrato de derivados OTC ni a la posibilidad de que las partes ejecuten los términos de un contrato de derivados OTC. Ninguna infracción de las disposiciones del presente Título justificará reclamación alguna por daños y perjuicios contra una de las partes de un contrato de derivados OTC»). Consideramos que este pronunciamiento general del art. 12.3 del Reglamento 648/2012 deberá moderarse desde una doble perspectiva jurídico-privada. De una parte, en cuanto al significado, alcance y consecuencias de los temas de «validez», «contenido» e «incumplimiento». De otra, respecto del cumplimiento de la información requerida en el Reglamento 648/2012. En el marco del Derecho Privado de Obligaciones, los temas de validez, contenido y cumplimiento del contrato(s) tendrán que resolverse casuísticamente, atendiendo al problema concretamente suscitado por el contrato de derivado. Asimismo, la observancia de la información requerida en el Reglamento podría favorecer al supuesto sujeto infractor como medio para probar el cumplimiento del «patrón de diligencia» exigido a las partes del contrato.

(10) Report ESMA/2012/278, de 7 de mayo de 2012 [<http://www.esma.europa.eu>, «Consultations»], p. 6.

En definitiva, el establecimiento de un régimen informativo, de carácter común y uniforme en el entorno de la UE, facilitará «la vigilancia y el control de los derivados por parte de las autoridades de supervisión de los mercados financieros». Pero, además, el examen conjunto del Reglamento 648/2012 y del BN. ESMA/2012/379 manifiestan la coincidencia entre la «información relevante» en el Derecho de la supervisión financiera y la «información relevante» en el Derecho Privado de Obligaciones y contratos.

RESTRICCIONES A LA REMUNERACIÓN DE ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO: MODOS, INTERVENCIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

RAMON GIRBAU PEDRAGOSA

Abogado

RESUMEN

El régimen jurídico de la remuneración de administradores y directivos de entidades de crédito ha sufrido, a resultas de la revisión del marco prudencial de solvencia y de las disposiciones aprobadas en 2012 para el saneamiento del sector financiero, una mutación en su caracterización que supone, en extremos esenciales, el paso de un modelo de autorregulación a uno legalmente constreñido en cuanto a la estructura de las políticas retributivas y de control de riesgo. En el específico caso de los bancos y cajas de ahorros rescatados por el FROB, la intervención se extiende de forma sustancial a sus aspectos cuantitativos. El presente artículo revisa de forma sistemática el nuevo marco aplicable y sus perspectivas de evolución futura.

Palabras clave: *Derecho español de sociedades, retribución de administradores y consejeros, entidades de crédito, gobierno corporativo, Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), Fondo de Garantía de Depósitos (FGD).*

ABSTRACT

The legal regime of executive compensation in the Spanish credit institutions has been the object of a dramatic mutation as a result of the review in 2012 of the solvency regulations and the Spanish banks rescue package. The legal model has switched from an auto-regulatory based approach to a legally restricted mode severely limiting both executive compensation private and financial risk control policies. This paper reviews with a systematic approach the new Spanish regulations on the topic as well as their short and mid-term perspectives.

Key words: *Spanish corporate law, directors remuneration, financial and credit institutions, Spanish bank rescue package, Spanish Fund for the Orderly Restructuring of the Banking Sector (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, FROB), Spanish Bank Deposits Guaranty Fund (Fondo de Garantía de Depósitos, FGD).*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. MARCO LEGAL.

1. Excurso sobre el régimen jurídico de la retribución de administradores en sede de sociedades cotizadas.

2. La revisión de la normativa general sobre recursos propios de las entidades de crédito en materia de retribución de cargos ejecutivos y el régimen especial para entidades beneficiarias de rescate público: RD 771/2011, RDL 2/2012 y RDL 3/2012.

A) Aspectos subjetivos.
B) Aspectos orgánicos.
C) Aspectos sustantivos.

III. SUPERVISIÓN TUTELAR POR EL BANCO DE ESPAÑA: REGLAMENTACIÓN Y AUTODIAGNÓSTICO.

1. Marco competencial.

2. Entidades de crédito y autodiagnóstico.

IV. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS.

V. BIBLIOGRAFÍA.

«*E aquí creyeron los yndios que el caballo e caballero era todo un cuerpo, como jamás habían visto caballos hasta entonces*».

Bernal Díaz del Castillo, *Historia Verdadera de la Conquista de la Nueva España*, Capítulo XXXIV (1553)

I. INTRODUCCIÓN

La paradoja de la coexistencia temporal de sistemas retributivos de administradores y cargos ejecutivos indexados a los rendimientos societarios a corto plazo con la aplicación de paquetes de rescate público de las sociedades administradas presenta los rasgos de una cierta tradición ya relativamente larga, pero lo cierto es que el debate público sobre el tópico la ha devuelto con fuerza a la palestra a raíz de las intervenciones estatales sobre entidades de crédito producidas en los últimos cinco años, en el marco de la última crisis financiera mundial[(1)]. Como tantas veces sucede con las revisiones normativas o sus ajus-

(1) La cuestión, más allá del análisis en el presente artículo, centrado éste en su reglamentación para las entidades de crédito, se ha producido tanto en el sector financiero como en el de los servicios y el industrial en general y ha trascendido ampliamente, por su inevitable vertiente didáctica, al ámbito de los medios de comunicación pública y, desde luego, al político. Las líneas generales del diagnóstico parecen coincidir en la identificación entusiasta de determinadas prácticas retributivas inductoras de políticas de riesgo en el seno de la industria financiera, bancaria y aseguradora como uno de los factores generadores de la crisis económica global iniciada en 2007 y, aún, con insistencia en casos concretos, como una burla al interés público —*cfr.*, entre tantas otras denuncias, *Firms paying their chiefs more than the US tax man*, IHT, 17.08.201—. Así, con énfasis diverso en los distintos ejes estructuradores de la reforma del sistema español que se revisa en las páginas que siguen y sin que se tracen de forma sistemática las concretas fuentes inspiradoras de cada uno de ellos, deben traerse a colación, como referencia primera, las recomendaciones de la Comisión Europea de fecha, ambas, 30-04-2009, *sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros*, la primera (n. 2009/384/CE, DOUE 15-05-2009 L 120/22), y la segunda, *que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa* (n. 2009/385/CE, DOUE L 120/28), las dos en la base de la Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, *por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y la supervisión de las políticas de retribución* (D 2010/76/UE o CRD —*Capital Requirements Directive*— n. III); *cfr.* adicionalmente, de la propia Comisión Europea, el *Libro verde sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras* (2010, cuestión 7.1) así como *el Libro verde sobre la normativa de gobierno corporativo de la Unión Europea* (2011, 10 y ss.). Igualmente el cuerpo de trabajos institucionales de análisis y recomendación dirigidos tanto a las diversas administraciones públicas implicadas como a los operadores en el sector financiero y asegurador, básicamente compuesto por: FSF (2009, *passim*), CEBS (2009, *passim*), FSA (2009, 18 y ss.), CEIOPS (2009, con cita de precedentes adicionales a nivel

tes, la regulación aprobada al respecto en España, en el marco de la iniciativa comunitaria europea y bajo la égida de la reacción estadounidense que la ha precedido, es a un tiempo diagnóstica y preventiva. Los frentes del debate son diversos, por más que complementarios: preservación de la diligencia en la asignación de fondos estatales (esto es, higiene en la utilización y destino de los fondos asistenciales públicos por parte de la entidad que los recibió, así como resolución o atemperamiento de las inconsistencias de una gestión empresarial deficiente desproporcionadamente retribuida por la entidad que la sufrió) y la prevención clásica del conflicto de interés entre administración o gestión social y sociedad (esto es, en esta sede, del conflicto de interés latente o manifiesto que aqueja a una administración social promotora de los esquemas de retribución de los que se beneficia). Las líneas que siguen buscan ofrecer una perspectiva sinóptica sobre el tópico y la miríada regulatoria que lo cubre, a la luz de la última modificación de la reglamentación sobre recursos propios de las entidades financieras y de los Reales Decretos-ley 2, 3 y 24/2012 [(2)] en lo atinente a las políticas de remuneración de las entidades de crédito, llamada a recrudecer, bajo la

---

internacional y comparado), *Walker Report* (2009, 13 y ss.; 106 y ss., 168, y su anexo 11 —*Considerations relevant to recommendation 33 on «high end» remuneration structures*—, p. 168), FSB (2010, *passim*), BCBS (2010a, *passim*), BCBS (2010b, pp. 24 y ss.) y CEBS (2010, *passim*). Y por último —but not the least—, la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* estadounidense (05-01-2010, H.R. 4173; Title IX, Subtitle E, Sections 951 a 960), que contempla mecanismos reforzados de refrendo accionarial específico de paquetes retributivos y cláusulas de blindaje (*say-on-pay frequency vote*), reformula los criterios de independencia exigibles al comité de remuneraciones del consejo de administración y a sus asesores externos y, en general, contempla mecanismos elaborados de transparencia sobre retribuciones ejecutivas en base comparada respecto de los niveles remuneratorios del común de los empleados de la sociedad (*internal pay equity disclosure*) y recuperación de emolumentos variables en caso de revisión a la baja de los parámetros de indexación según su nivel efectivo de cumplimiento *ex post* (*pay vs. performance*). Por lo demás, puede reseñarse que alguna de las iniciativas primeras, ampliamente difundidas en los medios de comunicación pública y dirigidas a la limitación absoluta de retribuciones calificadas de excesivas *per se*, parece haber perdido fuelle en beneficio de los efectos sistémicos más ponderados de sistemas de remuneración basados en las líneas de reforma que aquí se tratan: fiscalización jerárquica, condicionamiento y diferimiento de las liquidaciones correspondientes; pueden verse al respecto las consideraciones sobre el particular del *Informe Laroisère* (2009), CEIOPS (2009, 7) y las propuestas, en Francia y Gran Bretaña, de fijación de un salario máximo absoluto para ejecutivos de sociedades con participación pública [*El País*, 06-04-2011]. Finalmente y respecto de entorno anímico general en el que se propicia la reflexión, salpicado durante los años 2010 y 2011 por *revelaciones* públicas acerca de los niveles retributivos de determinados consejeros y ejecutivos en cajas de ahorros que han quedado bajo control público en el marco de los planes de rescate en el sector financiero español, *vid.* también la limitación impuesta, para las cajas de ahorros catalanas, al importe de las dietas de asistencia y desplazamiento percibidas por sus consejeros generales, miembros del consejo de administración y miembros de la comisión de control de las entidades que hayan bancarizado su actividad financiera con asistencia del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) o mediante su participación minoritaria en un sistema de protección institucional (SIP), la Orden del Departamento de Economía y Conocimiento de la Generalitat de Cataluña ECO/329/2011, de 25 de noviembre, *por la que se modifica la OECF/70/2007, de 15 de marzo, por la que se fijan las reglas sobre el régimen de dietas de las cajas de ahorros*; o, en otro orden, la implantación de un rigor tributario agravado, desincentivador de las cláusulas mercantiles o laborales de blindaje por encima de determinados importes, con carácter general para todo el sector privado [DF1 de la Ley 6/2012, de 27 de diciembre, *por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica*].

(2) Real Decreto 771/2011, de 3 de junio*, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y el Real Decreto 2616/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito* (RD 771/2011), Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, *de saneamiento del sector financiero* (RDL 2/2012), Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, *de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral* (RDL 3/2012) y Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, *de reestructuración y resolución de entidades de crédito* (RDL 24/2012), derogado este último por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, *de reestructuración y resolución de entidades de crédito* (Ley 9/2012), fruto del trámite del RDL 24/2012 como proyecto de ley.

supervisión prudencial del Banco de España, las limitaciones sobre un ámbito decisional tradicionalmente regido, hasta la fecha, por un principio de discrecionalidad prácticamente irrestricta.

II. MARCO LEGAL

1. Excurso sobre el régimen jurídico de la retribución de administradores en sede de sociedades cotizadas

La decisión de una sociedad de capital de retribuir o no a sus administradores por el desempeño del cargo compete a sus accionistas [artículos 23(c) y 217 de la Ley de Sociedades de Capital, LSC[3]]. La preceptiva mención estatutaria, caso de mediar retribución, puede contemplar partidas o mecanismos remuneratorios diversos, combinados entre sí pero no alternativos[4], que operan en garantía tanto de los accionistas como de los propios

---

(3) *Cfr.*, respecto de la apuesta, en las sociedades cotizadas, por la previsión obligatoria del carácter remunerado del cargo, el artículo 427.1 de la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Comisión General de Codificación, Sección de Derecho Mercantil, Ministerio de Justicia, 2002.

(4) A saber, (i) un importe determinado, en dinerario o en especie, inicial o final, anual o satisfecho con periodicidad más corta, (ii) una participación en las ganancias sociales [artículo 218 LSC], con establecimiento en estatutos de una limitación máxima o no (RDGRyN 26-04-1989; RJ 1989/3.407), con criterios de cuantificación suficientemente precisos (RDGRyN 20-02-1991, RJ 1991/1.690; *Proinvestor, S.A.*) y, con mayor relajo respecto de su postura tradicionalmente más rigorista de resoluciones anteriores, admitiendo una referencia estatutaria a «las condiciones de mercado y la responsabilidad y funciones de cada ejecutivo», la de 12-04-2002 (RJ 2002/8.096; *Altadis, S.A.*), (iii) cantidades indexadas a otras variables —dietas por asistencia o determinadas por referencia a otros parámetros, bajo la rúbrica genérica de *atenciones estatutarias*— o (iv) esquemas basados en acciones [artículo 219]; *cfr.*, por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, Thomson Civitas, Cizur Menor, segunda edición, 2007, p. 265 y ss., y MONTERO GARCÍA-NOBLEJAS, P., «Procedencia y alcance de la constancia estatutaria de la retribución de los administradores de sociedades cotizadas consistente en programas de opciones sobre acciones y sistemas similares», *Revista de Derecho de Sociedades*, 30/2008, p. 183 y ss.), y RRDGRyN de 18-02-1991 (RJ 1991/1.686), 04-10-1991 y 23-02-1993 (RJ 1993/1.360), entre otras que se citan en ellas; una resolución previa, de 18-02-1991, admitió, sin secuelas, la previsión estatutaria de mecanismos no alternativos aunque sí subsidiarios (*vid.*, respecto del criterio prevalente, RRDGRyN 25-10-1990 (RJ 1991/5.448; *Iniciativas Acacia, S.A.*), 20-03-1991 (RJ 1991/2.626; *El Moderno Magerit, S.L.*) y 12-04-2002, citada, por más que la de 04-10-1991 (RJ 1991/7.403; *J.A., S.A.*) rechace la inscripción de un sistema estatutario que prevé la acumulabilidad de mecanismos retributivos a criterio discrecional de la junta general. Sobre la necesidad de la mención estatutaria, *cfr.* SSTS 06-02-2008, (Sala 3.ª; RJ 2008/882; *Piaggio España, S.A.*) y 24-04-2007 (Sala 1.ª, RJ 2007/2.418; *Cinturón Verde de Oviedo, S.A.*), así como RRDGRyN 18-02-1991 (RJ 1991/1.686; *Deportivo Center, S.A.*), 20-02-1991, citada, y 23-02-1993 (RJ 1993/1.360); aunque la STS 31-10-2007 (Sala 1.ª, RJ 2007/6.816; *Royal Life Compañía Española de Seguros y Reaseguros, S.A.*) no la reputase necesaria por levantamiento del velo societario, en interés del administrador cesado, en un supuesto de unipersonalidad (*vid.* también, sobre el particular, inadmitiendo la excepción para un grupo familiar, STS 27-10-2011, Sala 1.ª, RJ 2012/1.132; *Automecánica Almeriense, S.A.*). El refrendo, por la junta general, de no previstas estatutariamente es, así, jurídicamente irrelevante: RDGRyN 23-02-1993, citada; del mismo modo que, según jurisprudencia bien asentada, es ilegal la autocontratación que resulta de retribuciones o indemnizaciones en caso de cese, plasmadas contractualmente o conferidas por vía discrecional a cargo de la sociedad por los administradores en favor de sí mismos, mediante acuerdos en el seno del consejo de administración y sin previsión estatutaria (STS 30-12-1992, Sala 1.ª, RJ 1992/10.570; *Huarte y Cía, S.A.*; *vid.*, sobre el particular, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «Los pactos de indemnización del administrador cesado», *Revista de Derecho Mercantil*, n. 216/1995, p. 501 y ss. Por último y en cuanto a la impugnabilidad del acuerdo social, aun mediando cobertura estatutaria, cuando concurra extralimitación o lesión del interés social o del del accionista minoritario, *vid.* SSTS 17-05-1979 (Sala 1.ª, RJ 1979/1.886; *Huerta Honda, S.A.*) y 27-03-1984 (Sala 1.ª, RJ 1984/1.440; *La Pinilla, S.A.*).

administradores beneficiarios[5]. En lo que refiere a la concreción anual de la retribución consistente en un montante determinado, ésta puede delegarse estatutariamente en el consejo de administración donde se sientan sus beneficiarios, bajo modalidades potencialmente asimétricas hasta el punto de reconocerla a favor sólo de alguno o algunos de ellos[6]. La racionalidad del sistema reposa, así, sobre un principio de jerarquía competencial o dominical[7] mediante reserva estatutaria que ha de operar como criterio sistemático y necesario de análisis de los casos específicos y conforme al cual es la decisión de la propiedad sobre el capital la que funda —en el texto estatutario y, ocasionalmente, en los supuestos de mayor tensión conflictual, con exigencia añadida de expresa validación por la junta general— el derecho a la remuneración[8]. Lo cual, expresado inversamente y dentro del marco de flexibilidad mecánica que la ley permite en cuanto a la determinación final en sede de consejo de los importes, supone que, validada que sea, mediante el solo aval dominical, una remuneración particular de quien debe ser tenido —en palabras casi centenarias de BRANDEIS[9]— por su gestor fiduciario, el derecho a percibirla es, desde un punto de vista jurídico, tan exigible como irreprochable (*res inter privatos acta*)[10].

En cuanto a la delimitación entre fuentes retributivas de naturaleza societaria o laboral, es notorio que el criterio jurisprudencial hoy bien consolidado dicta, al socaire de la inefable *teoría de la naturaleza del vínculo*, dicta la prevalencia de la relación mercantil —frente a una eventual relación laboral concurrente— como criterio jurídico calificador de la remuneración del cargo de consejero y, por tanto, sujeta a la disciplina competencial de los estatutos sociales y de la junta general de accionistas, dentro del ámbito objetivo delimitado por los artículos 23(c) y 217 LSC citados; sin detrimento del régimen autónomo aplicable a la retribución de servicios prestados por un consejero al amparo de una relación laboral o mercantil no subsumible bajo el desempeño propio como tal consejero: ver, entre tantas otras, la STS de referencia en la materia, de 21-04-2005 (Sala 4.ª, RJ 2005/4.132, *Ocariz, S.A.*), y, recientemente, SSTS 28-09-2010 (Sala 2.ª, RJ 2010/7.145; *Nova Residencial Gestora, S.L.*) y 24-05-2011 (Sala 4.ª; *Conderpols, S.A.*). Lo anterior, por más que la STS 09-05-2001 (Sala 2.ª, RJ 2001/7.386; *Mattel Española, S.A.*) valide, erráticamente, una compensación por terminación de un contrato de arrendamiento de servicios suscrito con el consejero delegado, no prevista estatutariamente, al no reputar el supuesto de hecho como liquidación de una remuneración, por rebasar —se dice— *«las facultades y funciones que fueron atribuidas* [al directivo] *por vía contractual las propias de los administradores, al ser de alta dirección y gestión»*.

(5) *Vid.* RDGRyN de 15-10-1998, entre tantas otras (RJ 1998/7.226, *Vicky Herrero y Asociados, S.L.*).

(6) *Vid.* RDGRyN 15-04-2002 (*Altadis, S.A.*, citada); e idéntica para todos y cada uno de los consejeros en defecto de mención estatutaria en otro sentido: artículos 245.2 y 249 LSC y 124.3 RRM. *Vid.*, sobre el particular, PAZ-ARES, C., «El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n. 2, e *InDret* 1/2008, *passim*, y, para las sociedades limitadas, el artículo 220 LSC.

(7) *Vid.* SSTS 21-04-2005 (*Ocariz, S.A.*, citada) y 12-01-2007 (Sala 1.ª, RJ 2007/671; *Acristalamientos Erausquin Málaga, S.A.*), y RDGRyN 17-02-1992 (RJ 1992/1.531; *Graciliver*, *S.A.*).

(8) Por más que en la práctica parezca seguir siendo la opción más común, es de tener en cuenta que la LSC eliminó la antigua obligación de validación expresa de sistemas de retribución consistentes en o indexados a acciones, dirigidos a directores generales y cargos de alta dirección bajo dependencia directa de los órganos de administración, comisiones ejecutivas o consejeros delegados [DA4 LSA]. *Cfr.* igualmente, en materia de autocartera, el artículo 146.1 LSC.

(9) BRANDEIS, L.D., *Other People's Money, and How The Bankers Use It*, Fairfield, New Jersey, Augustus M. Kelley Publishers, p. 56 (reimpresión de 1989, según la cual se cita; hay versión castellana: *El dinero de los demás y de cómo lo usan los banqueros*, Ariel, Barcelona, segunda edición, 2012).

(10) Dos sentencias del Tribunal Supremo, ambas de fecha 13-11-2008 (Sala 3.ª, RJ 2009/59 y 2009/435, *Mahou, S.A.*) introdujeron alguna agitación en la materia al resolver la no deducibilidad fiscal de la remuneración satisfecha a los miembros del consejo de administración por falta de amparo estatutario. Al margen de que la normativa de la Ley del Impuesto sobre Sociedades en la que se basaba el fallo fuera ulteriormente derogada, interesa reseñar que el razonamiento jurisprudencial, en lo atinente al derecho societario, se fundamentaba en el entonces vigente artículo 130 LSA —«*la retribución de los administradores deberá ser fijada en los estatutos*», correlato del 217 LSC, que reza

Sobre las reglas generales apuntadas y de forma específica para las sociedades cotizadas, el sistema legal vigente establece determinadas previsiones en materia de gobierno corporativo que, bajo el criterio de soberanía jerárquica orgánica indicado que requiere siempre de amparo estatutario expreso y, ocasionalmente, de pronunciamiento adicional de los accionistas en junta general[(11)], pueden sintetizarse según sigue. Se trata, desde un punto de vista teleológico, de información atinadamente dirigida tanto a la propiedad del capital como, por extensión, al mercado.

(a) *Código Unificado de Gobierno Corporativo* (CUGC)

El Código ya anticipaba desde 2006 la recomendación de que las sociedades cotizadas establecieran, a través de su consejo de administración, una específica política de retribuciones que se pronunciara cuanto menos sobre los extremos siguientes: (i) importe de los componentes fijos de las remuneraciones, con desglose de dietas y estimación de su montante global, (ii) importe de sus componentes variables según se prevean en el plan retributivo, por referencia al nivel estimado de cumplimiento de los objetivos corporativos a los que vengan indexados, con descripción detallada de la correlación del variable respecto de los componentes fijos, distinguiendo entre clases de consejeros, y especificando los criterios a aplicar en cuanto a pagos mediante acciones o derechos ligados a las mismas, (iii) desglose descriptivo de los sistemas de previsión social complementarios de la retribución básica, (iv) condiciones de devengo aplicables, así como (v) detalle de sistemas que incorporen primas de contratación o cláusulas de blindaje por terminación unilateral de la relación mercantil por parte de la sociedad [n. 35]. El entendimiento de que la transparencia en la materia habría de operar como «una medida eficaz frente al riesgo de remuneraciones excesivas» completa el sistema en el CUGC con cautelas adicionales en el sentido de (a)

«(e)l cargo de administrador es gratuito, a menos que los estatutos sociales establezcan lo contrario, determinando el sistema de retribución»—, leyéndolo en el sentido que la prescriptiva determinación estatutaria refería tanto a la *modalidad* retributiva como a su *cuantificación*. Para una crítica del criterio, que hay que reputar episódico, *vid.*, por todos, ya GARRIGUES, J. y URÍA, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Instituto de Estudios Políticos, Madrid, tomo II, 1953, p. 67 y ss., SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, Civitas, Cizur Menor, segunda edición, 2007, p. 268 y ss., y PAZ-ARES, C., «Ad imposibilia nemo tenetur (o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de administradores)», *InDret* 2/2009; (*cfr.*, con anterioridad y en el sentido tradicionalmente admitido, RDGRyN 19-03-2001; *Construcciones Frando, S.A.*). Por otra parte, y en relación con los límites penales de decisiones de naturaleza retributiva (satisfacción de compensaciones en supuestos de jubilación o terminación contractual, constitución por la administración social de fondos de pensiones en favor de consejeros como eventual supuesto de administración desleal o apropiación indebida), *cfr.* SSTS 17-07-2006 (Sala 2.ª, RJ 2006/7.697, *Banco de Santander, S.A.* y *Banco Central Hispanoamericano, S.A.*: *«En definitiva, transparencia y aprobación social son elementos que impedirían la actuación del derecho penal en materia de retribuciones a directivos. El derecho penal no puede dar un salto frente a la jurisdicción que debe analizar la existencia de responsabilidad mercantil cuando el hecho ha sido consentido por la masa social, aprobándolo. Indefectiblemente, los acuerdos sociales no pueden ser perjudiciales para la sociedad en la manera en que ésta los acepta y adopta como propios —voluntas non fit iniuria—»;* FJ 10) y 14-11-2006 (Sala 2.ª, RJ 2007/360, *Banco Bilbao Vizcaya, S.A.* y *Argentaria Caja Postal Banco Hipotecario, S.A.*), que validan en lo que aquí concierne el principio de cobertura jerárquica que rige en la materia en la medida que los concretos actos de disposición se produzcan al amparo de cobertura legal, estatutaria y de apoderamiento suficientes.

(11) *Vid.* CNMV, *Informe anual de gobierno corporativo de las compañías del IBEX 35*, Madrid, 2011, p. 29, y GIRBAU, R., «Los estatutos sociales de la sociedad cotizada: especificidad y cláusulas estatutarias anti-OPA», en VIVES, F. *et al.* (dirs.), *La sociedad cotizada*, Marcial Pons, Madrid, p. 138.

circunscribir a los consejeros ejecutivos la remuneración mediante acciones o derechos derivados —salvo para entregas de acciones condicionadas a su mantenimiento hasta la terminación de la relación mercantil con la sociedad [n. 36], (b) asegurar, para los componentes variables de la retribución, un devengo que sea función del desempeño ejecutivo de los consejeros y no de incrementos en el rendimiento societario *per se* circunstanciales [n. 39], (c) arbitrar, para los consejeros externos, esquemas retributivos que, por excesivos, no comprometan su independencia de criterio [n. 37], (d) desglosar de forma individualizada en la memoria de las cuentas anuales la retribución correspondiente a cada consejero [n. 41], y (e) someter a voto de la junta general de accionistas, como punto separado del orden del día y con carácter consultivo, un *Informe sobre la política de retribuciones de los consejeros*, bajo la iniciativa y tutela de la comisión de retribuciones del consejo de administración [recomendación n. 40 en relación con las nn. 54, 57 y 58][(12)].

Es de constatar, a la luz de la normativa vigente o de inminente aprobación, según se ha apuntado en este apartado y se apuntará en los que siguen en cuanto a la publicidad individualizada [apartado (e) subsiguiente] y las limitaciones retributivas para los consejeros de entidades de crédito beneficiarias de ayudas del FROB [apartado II.3.C)b)(e) subsiguiente], que buena parte de los objetivos programáticos que el CUGC definía en 2006 como modelo de buenas prácticas corporativas se han incorporado ya al sistema español como mandatos legales preceptivos, más allá del previo alineamiento fáctico, más o menos selectivo, por una mayoría razonable de las sociedades cotizadas españolas[(13)].

(b) *Informe Anual sobre Gobierno Corporativo* (IAGC)

El informe de gobierno corporativo que las sociedades cotizadas han de hacer público anualmente debe contener, en particular, (i) información sobre la remuneración de los miembros de su consejo de administración, así como (ii) información sobre los acuerdos indemnizatorios suscritos con *«sus cargos de administración y dirección o empleados»* para la eventualidad de dimisión, despido improcedente o terminación contractual en caso de oferta pública de adquisición [artículo 61 *bis* 4 LMV, epígrafes 2 y 4 —e igualmente *ex* DF 5 Ley 2/2011 citada[(14)]—, anexo I de la Circular CNMV 1/2004[(15)]; y artículo 5.3(b) Orden ECC/461/2013[(16)]].

---

(12) *Cfr.* la *Propuesta de actualización del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas* publicada por la CNMV en fecha 17-12-2009, que incluía modificaciones en las recomendaciones n.os 36, 39, 40 y 54 para su adaptación a las recomendaciones de la Comisión Europea de 2009, citadas.

(13) *Vid.* CNMV, *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisores de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*. Ejercicio 2010, Madrid, 2011, p. 78 y ss.

(14) Es destacable que el artículo 27(a) de la Ley 2/2011 tiene por objeto aparente y único el alarde de reiterar el carácter imperativo del artículo 61 bis LMV, que introduce por medio de su propia DF 5.

(15) Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, *sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas* (Circular CNMV 1/2004) y Circular CNMV 4/2007, de 27 de diciembre, *que modifica el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas*. Para las demás sociedades emisoras de valores cotizados, el modelo de IAGC es el de su anexo II, mientras que para las cajas de ahorros el texto del informe debe adecuarse al modelo reglado en anexo a la Circular 2/2005, de 21 de abril, *sobre el Informe Anual de Gobierno Cor-*

El IAGC se presenta como pieza adjunta al informe de gestión de las cuentas anuales —incorporadas éstas, a su vez, en el *informe financiero anual* (IFA) al que vienen obligados los emisores de valores cotizados— y ha de ser objeto de comunicación específica como hecho relevante a la CNMV y a través de la página *web* corporativa tan pronto como sea aprobado por el consejo de administración, y en ningún caso más tarde de la fecha en la que se publique el primer anuncio de convocatoria de la junta general ordinaria [artículo 49.4 CCom, artículos 538 y 539 LSC, normas 1.ª y 3.ª de la Circular CNMV 1/2004 y, respecto del IFA, artículo 8 RD 1.362/2007 (17)]. El IFA debe hacerse público dentro de los cuatro meses siguientes a la fecha de cierre del ejercicio social, sin que el hecho relevante correspondiente pueda ser posterior, de nuevo, a la fecha de convocatoria de la junta general ordinaria o del órgano competente para su aprobación.

En lo que concierne particularmente a las cajas de ahorros, deben incluir en su IAGC información (en base agregada) sobre las remuneraciones percibidas por los miembros de su consejo de administración, de sus comisiones y por su personal directivo, computando tanto las dietas por asistencia a las sesiones de los órganos citados como los sueldos percibidos por el desempeño de sus funciones, así como toda liquidación análoga, incluyendo las obligaciones contraídas en materia de pensiones o de pago de primas de seguros de vida, del mismo modo que los emolumentos percibidos por los miembros de los órganos de gobierno y personal directivo derivados de su representación de la caja en sociedades cotizadas u otras entidades en las que ésta tenga una representación significativa [artículo 31 *bis* Ley 31/1985 (18) y el específico modelo normalizado de IAGC aprobado por la CNMV; *vid.*, adicionalmente, la previsión general al respecto en el artículo 31 del *Anteproyecto de ley de cajas de ahorro y fundaciones bancarias*, 21-01-2013, SLeg 5762]. Esto es, para unas y otras, *lato sensu*, todo ingreso, abono o reconocimiento de derecho de naturaleza o significación retributiva: retribución fija y variable anual, dineraria o en especie, incentivos a largo plazo, incluyendo los basados o indexados a acciones y las coberturas de previsión social con independencia de sus vías de instrumentación.

---

porativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. Específicamente para las cajas de ahorros domiciliadas en Cataluña, *vid.* adicionalmente la DA 2 del texto refundido de la Ley de cajas de ahorros de Cataluña según su modificación por virtud del DL 5/2010, de 3 de agosto, *de modificación del Texto refundido de la Ley de cajas de ahorros de Cataluña, aprobado por el Decreto legislativo 1/2008, de 11 de marzo*. Es de reseñar que la CNMV sometió a consulta pública a finales de 2011 los términos de un proyecto de circular integrada sobre la materia (*Proyecto de circular por la que se modifica el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas de las cajas de ahorro y del resto de entidades que emiten valores que se negocien en mercados oficiales de valores, regulados en las Circulares 4/2007, de 27 de diciembre, 1/2004, de 17 de marzo y 2/2005, de 21 de abril*).

(16) Orden *por la que se determinan en contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos en mercados oficiales de valores.*

(17) Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, *por el que se desarrolla la Ley 24/1988 en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un mercado regulado de la Unión Europea*.

(18) Ley 31/1985, de 2 de agosto, *de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorro* (LORCA), según su última modificación por virtud del RDL 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros (RDL 11/2010).

(c) *Informe Anual de Retribuciones* (IAR)

Rige la obligación, para las sociedades cotizadas, de someter anualmente a votación *consultiva* de la junta general de socios un informe sobre remuneraciones de los consejeros, comprensivo de información detallada sobre (i) la política de remuneraciones aprobada por el consejo de administración para cada ejercicio y sus criterios de aplicación, (ii) la política de remuneraciones prevista para años futuros, y (iii) el desglose individualizado de las retribuciones devengadas por cada consejero [artículo 10, epígrafes 1(a) y 4(a) de la Orden ECC/461/2013]. El IAR es normalmente objeto de propuesta por parte de la comisión de retribuciones[19] al propio consejo, que lo formula para sumisión, como punto separado del orden del día, al voto consultivo de la junta general ordinaria de accionistas [artículo 61 *ter* de la Ley del Mercado de Valores (LMV), introducido por la DF 5 Ley 2/2011, de modo que la obligación se aplicó por vez primera en 2012 por referencia al ejercicio precedente]. Igual obligación concurre para las cajas de ahorros, si bien relativa tanto a los miembros de su consejo de administración como a los de la comisión de control [artículo 61 *ter* 3 LMV].

El voto *consultivo* como opción *de minimis* debe ser leído como una toma razonada de razón, *ex post*, por parte de quien (los accionistas en junta general) ha predefinido las reglas conforme a las cuales debe configurarse la política retributiva de la sociedad y sus condicionantes específicos para la administración social, por más que no se anude sanción o consecuencia correctora concreta a un eventual voto (consultivo) negativo, que vendría a suponer un posicionamiento de censura del *dominus* respecto de la aplicación concreta o los resultados de la implementación en un ejercicio dado de las reglas-marco que sí abonó al respecto[20].

(d) *Información de relevancia prudencial* (IRP)

Todas las entidades de crédito —esto es, incluyendo a bancos, cotizados o no, y a cajas de ahorro— vienen igualmente obligadas, según se ha apuntado colateralmente, a publicar determinada información relativa a sus prácticas y políticas de remuneración en el documento comprensivo de la denominada *información de relevancia prudencial* que han de elaborar y difundir los grupos consolidables de entidades de crédito y las entidades de crédito no integradas en un grupo consolidable [artículo 10 *ter*, apartado 1, Ley 13/1985, de 25 de mayo, *de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros*][21].

---

(19) *Vid.* apartado II.3.B) (a) *infra*.

(20) Sobre este particular, considerando la dificultad alegada de tornar el citado voto *consultivo* en un voto *prescriptivo*, el *Walker Report* apunta para el mercado inglés el interés de ligar, a un determinado porcentaje de voto accionarial de censura (25%), la necesidad colateral de refrendo formal mediante votación del cargo de presidente de la comisión de retribuciones proponente (2009, epígrafes 7.38 a 7.42, 119 y ss.; sobre los votos negativos cosechados a este respecto en el Reino Unido por diversas cotizadas en 2012, ver *Financial Times*, 05/06-05-2012, p. 12). Es la posición que avala, para el derecho español y siguiendo la Recomendación 2004/913/CE, de la Comisión Europea, de 14-12-2004 (*cfr.* nota 1 *supra*), la recomendación n. 40 CUGC; para una lectura crítica del carácter consultivo del voto, *vid.* MATEU DE ROS, R., *El Código Unificado de Gobierno Corporativo*, Editorial Aranzadi, Cizur Menor, p. 327 y ss., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Norma y autorregulación en la configuración del régimen retributivo de los consejeros», en ALONSO LEDESMA *et al.* (dirs.), *La modernización del derecho de sociedades de capital en España, Cuestiones pendientes de reforma*, tomo I, pp. 715-746, Aranzadi-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2011, p. 743.

(21) A las entidades de crédito participantes en un proceso de integración de los contemplados en el artículo 2 del Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, *de saneamiento del sector financiero*, se les requiere, por lo demás, la pre-

(e) Publicidad de las remuneraciones. La Circular 4/2011 del Banco de España

(i) Sociedades de capital

Las sociedades de capital deben dar cuenta en la memoria de sus cuentas anuales de los emolumentos devengados por los miembros del consejo de administración y personal de alta dirección, *«cualquiera que sea su causa»*, incluyendo obligaciones contraídas en materia de pensiones y pago de primas de seguros de vida. El desglose, que en la regla general puede darse, sin embargo, de forma global por concepto retributivo (esto es, paradójicamente y en detrimento del derecho de información —o, *rectius*, de la inexcusable obligación de información al *dominus* accionista— sin individualización), incluye lo percibido por las personas físicas representantes de personas jurídicas [artículo 260.9 LSC].

(ii) Sociedades cotizadas

Las sociedades cotizadas vienen obligadas, adicionalmente y por razón de su estatuto propio, a incluir en el informe de gestión su *informe de gobierno corporativo* (IAGC) [artículos 538 LSC, 49.4 CCom, 61 *bis* (4, c, 2) LMV y 10.1(k) 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*], inclusivo de la información sobre retribuciones e indemnizaciones anteriormente referida[(22)], a elaborar el indicado *informe anual sobre retribuciones de los consejeros* (IAR) [artículo 61 *ter* (4) LMV], y a comunicar a la CNMV, como hecho relevante, los sistemas retributivos de sus administradores y directivos que conlleven la entrega de acciones, la concesión de opciones o que vengan indexados a las mismas [artículo 47 RD 1.362/2007 y el anexo VIII dispuesto por la CNMV, con el modelo de notificación para emisores de valores cotizados, así como DA 16 LMV], con la correlativa obligación para tales administradores y directivos de dar cuenta de las operaciones realizadas por su cuenta sobre acciones del emisor, derivados u otros instrumentos financieros indexados a las mismas [artículo 53 y DA 15 LMV, artículo 9 del Real Decreto 1.333/2005, de 11 de noviembre, *por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, en materia de abuso de mercado*, y los anexos IV y V CNMV con los modelos de notificación para consejeros y directivos no consejeros].

(iii) Entidades de crédito

Sobre lo anterior, la normativa contable sectorial aplicable obliga a las entidades de crédito sujetas a supervisión del Banco de España a informar sobre la remuneración, en

---

sentación de un *Plan de remuneración de directivos y administradores* que debe adaptarse al CUGC (*ius cogens,* este último, para ellas, en la lectura más rigurosa de la norma, en el mismo sentido que, al respecto, se exigía a las entidades de crédito que presentasen un plan de recapitalización para acogerse a las ayudas del FROB al amparo del derogado Real Decreto-ley 9/2009, *sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito* (*artículo 13: normas de gobierno corporativo para las entidades solicitantes*), según su postrera modificación por el Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, *para el reforzamiento del sistema financiero* (RDL 2/2011)).

(22) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas (la información societaria como solución)», *Revista de Derecho de Sociedades*, 28/2007, p. 27 y ss. Según es notorio, una cierta carrera por la transparencia, encomiable por sus resultados, ha llevado a algunas cotizadas señeras, desde hace años, a desglosar individualizadamente, anticipando el que es ya régimen general para todas ellas; *cfr.* CNMV (2011b, 27 y ss.) y apartado (iii) subsiguiente.

base individualizada, de los miembros de su consejo de administración u órgano equivalente. Para el resto de personal clave de la dirección y para los consejeros en los que concurra la condición de directivos (ejecutivos), la información se proporciona en base agregada, junto con el número e identificación de los cargos que componen el colectivo de referencia [apartado 4 de la norma 62 de la Circular BdE 4/2004, y su norma 65, apartado (H)(2), en general, para la información sobre remuneraciones del personal basadas en instrumentos de capital][23].

(iv) Entidades de crédito beneficiarias de ayudas FROB y cajas de ahorros bancarizadas mediante SIP

Por su parte, la Circular 4/2011, de 30 de noviembre, del Banco de España, *por la que se modifica la Circular 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos*, ha venido a homogeneizar en buena medida el régimen de publicidad sobre remuneraciones a que vienen sujetas (i) las entidades de crédito beneficiarias de apoyo del FROB, (ii) sus filiales bancarias, así como (iii) las cajas de ahorros que han *bancarizado* su actividad financiera mediante su integración en un *sistema institucional de protección* (SIP)[24], por asimilación al que rige para las sociedades cotizadas. La Circular 4/2011, mediante su norma 58[25], ha añadido una nueva disposición transitoria vigésimosegunda (DT 22) a la Circular 3/2008, que obligó a los sujetos indicados a publicar, antes de 31-12-2011, la información a que se refiere su anejo IV y, en particular, según se describe a continuación, determinado desglose individualizado de las remuneraciones de sus consejeros y directivos[26]. Las entidades referidas habrán publicado, así, con el nivel de detalle individualizado indicado, el IAGC, el IAR y la IRP[27].

---

(23) Circular del Banco de España 4/2004, de 22 de diciembre, *sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros*. *Cfr.*, para el *modelo retributivo* previsto para las entidades de crédito inmersas en un procedimiento de reestructuración o resolución, DA 19 de la Ley 9/2012.

(24) *Cfr.* artículo 8.3(d) de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, *de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros* (Ley 13/1985), según su modificación por el artículo 4 del Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, *de órganos de gobierno y otros aspectos jurídicos de las cajas de ahorros* (RDL 11/2010).

(25) Para referencia: «*Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 61 ter* [relativo al informe anual de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas y de los consejeros y miembros de la comisión de control de las cajas de ahorros] *de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en su normativa de desarrollo, en aras de una mayor transparencia, las entidades que hayan recibido apoyo directo del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, y sus filiales bancarias, así como las cajas de ahorros que, en el marco previsto en la disposición adicional tercera del Real Decreto-ley 2/2011, hayan cedido el ejercicio directo de su actividad financiera a alguna de dichas entidades, deberán publicar la información a que se refiere el anejo IV de esta Circular, antes del 31 de diciembre de 2011, utilizando el mismo canal por el que hagan público el documento "Información con relevancia prudencial" mencionado en la norma centésima novena. En el caso de informaciones relacionadas con personas físicas, será de aplicación la normativa relativa a la protección de datos de carácter personal*».

(26) La norma del Banco de España, respecto de datos relativos a personas físicas, recuerda expresamente la aplicabilidad de la reglamentación relativa a la protección de datos de carácter personal, de lo que se desprende que la entidad obligada debe cumplir con la publicación de la información sobre retribuciones que corresponda, si bien con observancia de la normativa sobre protección de datos de carácter personal cuando aquélla se refiera a personas físicas, cual es el caso con los datos en materia de remuneraciones individualizadas exigidos por el citado anejo IV, que refiere tanto a los miembros del consejo de administración como del comité de dirección u órgano equivalente. Así, con independencia de la teleología de la Norma 58 y la DT 22, que es clara e inequívoca en cuanto a la publicidad

2. La revisión de la normativa general sobre recursos propios de las entidades de crédito en materia de retribución de cargos ejecutivos y el régimen especial para entidades beneficiarias de rescate público: RD 771/2011, RDL 2/2012 y RDL 3/2012

El RD 771/2011 ha venido a añadir, en lo que nos concierne, un nuevo capítulo XIII al título I del RD 216/2008 sobre recursos propios de las entidades financieras, incorporando los nuevos artículos 76 *quáter* a *septies*[28] a esa pieza de referencia en materia de tutela administrativa de la solvencia de las entidades de crédito españolas, que se revisa ahora de nuevo —tiempos de mudanza— para incrementar los requisitos de capital y evitar determinadas concentraciones de riesgo en sede consolidada[29]. Su voluntad declarada

---

individualizada por las entidades beneficiarias de ayudas FROB respecto de las remuneraciones de sus consejeros y directivos, era de entender que la información exigida sólo podría darse previa obtención del consentimiento de cada una de las personas físicas afectadas (consejeros y directivos) en la medida que el artículo 6 de la Ley Orgánica de Protección de Datos (LOPD) establece que «*el tratamiento de los datos de carácter personal requerirá el consentimiento inequívoco del afectado, salvo que la ley disponga otra cosa*». Es de tener en cuenta a estos efectos que, a los fines de lo preceptuado por el citado artículo 6 LOPD, la referencia legal a *ley* ha de leerse propiamente como relativa una norma jurídica aprobada con dicho específico rango legal [*cfr.* artículo 11.2(a) LOPD]. En consecuencia, los consejeros y directivos sólo venían obligados a facilitar la información a la entidad si existe una norma con rango de ley que así se lo exija, por carecer del mismo la Circular 4/2011. Trasciende del alcance de este artículo la revisión de los matices jurídicamente relevantes que distinguían, a los efectos de la DT 22, los derechos y las obligaciones de los miembros del consejo de administración y de los directivos, por más que pueda consignarse que, en relación a la práctica totalidad de consejeros, las entidades afectadas procedieron a facilitar información desglosada de las retribuciones correspondientes, mientras que respecto de sus empleados se ha producido, en una serie de casos, alegación del derecho a la privacidad. Como es de ver en lo que se expone a continuación, la relevancia de la *precipitación* del desglose individualizado a 31-12-2011 era, en cualquier caso, relativa, habida cuenta del régimen general que, presumiblemente, pasará a primar en lo sucesivo. En las últimas semanas de 2011, el Banco de España circuló entre las entidades afectadas determinados criterios aclaratorios del alcance de la DT 22, en particular en relación con su alcance subjetivo, bases de cálculo de los importes o conceptos correspondientes y responsabilidad informativa en el caso de entidades integradas en grupos consolidados.

(27) Sin que haya sido aprobado a la fecha de cierre de estas líneas, hay que reseñar la existencia de un proyecto de circular de la CNMV, *sobre el modelo de informe anual de remuneraciones de los consejeros* [versión 26-10-2011; por habilitación *ex* artículo 61 *ter*.5 LMV]. El borrador es de interés en lo que supondrá, con la Orden ECC/461/2013 citada, de homogeneización relativa —respecto del de cotizadas— del régimen de transparencia sobre retribuciones individuales para sociedades emisoras y cajas de ahorros en cuanto al desglose individualizado de emolumentos en el IAR [apartados D y A3 del anexo I, y apartados D1 y D2 del anexo II].

(28) El RD 771/2011 suma adicionalmente un capítulo VIII al título II del RD 216/2008, relativo a la política de remuneración de las empresas de servicios de inversión —nuevos artículos 115 a 117— del que no se trata aquí, por más que su estructura regulatoria siga un planteamiento simétrico al que se implanta en general para las entidades de crédito; *vid.* al respecto ÁLVAREZ-UDE LÓPEZ, F., «Nueva regulación de los sistemas de remuneración en el sector financiero español», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n. 10-2012, *passim*. Por lo demás, el real decreto se aprueba en transposición de la Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, *por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración* (D 2010/76/UE).

(29) Transposición de las Directivas 2009/111/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16-09-2009, *por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2007/64/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis*, y 2010/76/UE, citada, complementaria de la transposición parcialmente avanzada mediante las Leyes 2/2011, de 4 de marzo, *de economía sostenible* y 6/2011, de 11 de abril, *por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros*; *cfr.*, sobre el anteproyecto de la primera, VÁZQUEZ LEPINNETTE, T., «La retribución de los administradores en tiempos

—contrición y advertencia— es la de «evitar que las políticas de remuneración socaven la solidez de las entidades financieras y desestabilicen el sistema bancario a través de incentivos a comportamientos individuales de asunción excesiva de riesgos» y, más allá del ejercicio agravado de revisión interna que va a exigir por parte de las entidades de crédito singularmente consideradas en cuanto a sus estructuras de gobierno corporativo, funda sus expectativas de cumplimiento —según se indicará— en un refuerzo de las competencias tutelares del Banco de España en materia de supervisión de las políticas retributivas de los bancos y las cajas de ahorros españoles.

Por su lado, los RDLs 2 y 3/2012 han incorporado de forma abrupta restricciones adicionales tanto en materia retributiva como en punto al régimen indemnizatorio en caso de terminación contractual, que juegan con carácter transitorio para las entidades de crédito españolas beneficiarias de ayudas públicas para su saneamiento o su reestructuración. El modo en que sus previsiones se integran en el marco legal revisado, así como alguno de los principales problemas que plantean, se describen ulteriormente de forma coordinada con el régimen general del RD 216/2008 (ver apartado II.3.C)c) *infra*).

A) Aspectos subjetivos

Las previsiones introducidas en materia de remuneración por el RD 771/2011 conciernen tanto a empleados como a administradores de entidades de crédito.

(a) Empleados con funciones ejecutivas

En cuanto a los primeros, según lo precisa su artículo 76 *quater*, que refiere, en términos abiertos de lectura expansiva[30], a aquellos incardinados en categorías «cuyas actividades profesionales inciden de manera significativa en su perfil de riesgo, a nivel de grupo, sociedad matriz y filial», según la propia entidad crediticia deberá identificarlos a efectos del Banco de España en el listado prescrito al efecto [artículo 76 *quinquies* RD 771/2011].

La terminología utilizada en la norma, aunque diversa («empleados», «personal», «altos directivos»), es suficientemente clara y unívoca en cuanto a que su perímetro subjetivo se delimita por la función desarrollada por el empleado y su capacidad de influencia en el perfil de riesgo de la entidad[31]. Por lo demás y de acuerdo con las defi-

---

de crisis; nuevos hechos, nuevo Derecho. Especial referencia al Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 118, 2010, *passim*.

(30) *Cfr.* el criterio razonado al efecto en CEBS (2012, apartado 1.1.3, 15 y ss.).

(31) Se aprecia, por lo demás, que se alinea con la mejor práctica de mercado en la definición del carácter ejecutivo de los consejeros a los que, precisamente por esa condición de *ejecutivos*, los textos estatutarios y los reglamentos del consejo de administración vienen reconociendo el acceso a esquemas retributivos especiales o cualificados. *Cfr.*, respecto de la inscripción y constancia de los cargos de administración y dirección en el Registro de Altos Cargos y en la *Relación anual* correspondiente, la Circular 1/2009, de 18 de diciembre, del Banco de España, *a entidades de crédito y otras supervisadas, en relación con la información sobre la estructura de capital y cuotas participativas de las entidades de crédito, y sobre sus oficinas, así como sobre los altos cargos de las entidades supervisadas*.

niciones regladas del RD 216/2008, *«grupo consolidado de entidades de crédito»* lo es el que recae bajo una unidad de control [artículo 8 Ley 13/1985, que incluía ya específicamente a los sistemas institucionales de protección, y artículo 1.1 (f) RD 771/2011], o el grupo mayor, comunitario europeo o no, en el que en su caso se incardine; *«sociedad matriz»*, tanto (i) la entidad de crédito, española o comunitaria, que tenga como filial o participada a la entidad de crédito española de referencia, como (ii) la sociedad financiera de cartera, española o comunitaria, que la controle [artículo 1.1 letras (a) a (e) RD 771/2011], y *«filial»*, la que lo sea, directa o indirectamente, de un grupo consolidable o de una sociedad matriz según se han indicado. El concepto de *riesgo* se integra por referencia a su definición en el RD 216/2008, en sus diversas acepciones o manifestaciones (riesgo de crédito y contraparte, así como exposiciones respecto de riesgos de insolvencia u otros en un sentido lato que viene a extenderse, de hecho, a la totalidad de los susceptibles de impacto en el nivel de recursos propios de la entidad de que se trate). La norma debe ser leída en este punto en su acepción amplia, en el sentido que concierne a cualquier empleado de cualquier entidad de crédito española o matriz o sociedad financiera de cartera dominante de aquélla —con independencia de la nacionalidad o lugar de constitución— que, por sus responsabilidades funcionales, tenga influencia —real o potencial— sobre el perfil de riesgo de su empleador o de cualquier otra entidad de crédito perteneciente al mismo grupo empresarial [conexión territorial en función del desempeño del empleado].

(b) Administradores

En lo que concierne a los miembros del consejo de administración o administradores, la regulación restrictiva de la remuneración únicamente les afecta en la medida que (i) lo sean de entidades de crédito que hayan recibido apoyo financiero público para su reestructuración o saneamiento, esto es, en la medida que las entidades administradas por los mismos hayan recabado y obtenido ayudas públicas bien del FROB, bien del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (FGD) y, adicionalmente, (ii) en cuanto *«efectivamente dirijan la actividad de la entidad»* [artículo 76 *septies* RD 771/2011; *cfr.* apartado II.4.C) b) (d) *infra*][(32)]. Sobre el alcance de dicha afectación, y sin perjuicio de

(32) El régimen de las ayudas públicas de referencia es el regulado por el RDL 9/2009 (derogado y reemplazado por el RDL 11/2010, el RDL 2/2011 y, a la postre, por la Ley 9/2012. Las *ayudas para la reestructuración* a las que alude el artículo 76 *septies* RD 771/2011 son las concedidas al amparo de los artículos 6 y 7 del derogado RDL 9/2009 (las relativas a *procesos de recapitalización*, en la terminología comunitaria), a cuyos fines las entidades concernidas deben formular un *plan de reestructuración*, mientras que las *ayudas para el saneamiento* son las otorgadas al amparo de su artículo 9 a la vista de un *plan de integración* (las relativas a *procesos de reforzamiento de recursos propios*, en la terminología comunitaria); *cfr.* BUENO, N., GIRBAU, R. e YBÁÑEZ, J., «Fusión de cajas de ahorros, emisión de participaciones preferentes convertibles y Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 8/2011, *passim*.

El FGD es fruto de la unificación de los preexistentes Fondo de Garantía de Depósitos de Bancos y Fondo de Garantía de Depósitos de Cajas de Ahorros, operada por el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre (RDL 16/2011). Este último ha sido ulteriormente objeto de modificación por el Real Decreto-ley 19/2011, de 2 de diciembre, en el que se precisa la competencia de la Comisión Rectora del FGD a los fines de las actuaciones de cobertura a favor de las entidades participantes previstas en el artículo 13.1 RDL 16/2011 respecto de la reestructuración ordenada o el reforzamiento de los recursos propios de una entidad de crédito al amparo, respectivamente, de los artículos 7.1 y 9 del RDL 9/2009, esto es: (i) ayudas financieras bajo forma de garantía, préstamo, adquisición de activos, asistencias a fondo

lo que se describirá más adelante en cuanto al régimen sustantivo, cabe anticipar algunas dudas, de forma y de fondo, derivadas de una redacción normativa tendente en diversos puntos a una imprecisión que ha de favorecer, irremediablemente, la extensión de la supervisión administrativa en la materia y que debe en todo caso ser delimitada.

En primer lugar, en cuanto a la acotación ligada a una *dirección efectiva* de la entidad de crédito. En la medida que el artículo 76 *septies*.1 (b) predica la restricción tanto respecto de administradores como de directivos, parece abonar un distingo obligado y atípico entre aquellos que, siéndolo, sí dirigen efectivamente la actividad de la entidad beneficiaria de ayudas públicas, y los que no. La distinción parecería peregrina, por tautológica, respecto de los *directivos* en la primera de las dos combinaciones posibles (es *directivo* quien *dirige*) y quizás pueda afrontarse con más fácil criterio lector a partir de su condición de empleados (esto es, «empleados que efectivamente dirijan», frente a los que no lo hacen). En todo caso, el uso del adverbio («efectivamente») da la pista acerca de lo que la norma busca y ha de buscar, cual es una delimitación de su perímetro subjetivo basada en la función y no en el *nomen*. En lo que refiere a los *administradores*, hay que constatar también aquí que la exigencia legal del ejercicio de una actividad de dirección efectiva puede llevar, de forma inconveniente, a confusión, además de anticipar la duda finalista que desarrollamos en el apartado II.4.B) siguiente. Sin perjuicio de que los miembros del consejo de administración de una entidad de crédito ejercen colegiadamente las funciones de administración de esta [*cfr.* artículo 248.1 LSC], la acotación a la que referimos apunta razonablemente (y sólo) a quienes en el seno del consejo desarrollan, individual o colegiadamente —en este segundo caso, por ejemplo, dentro de un comité ejecutivo o, eventualmente, en un comité de dirección—, labores de dirección por tratarse de consejeros ejecutivos[33].

La segunda cuestión atañe al sentido y fundamento de restringir el alcance de las limitaciones a la libre determinación por las entidades de crédito de su política de remuneración de sus gestores a los consejeros ejecutivos, liberándolas a los consejeros que no lo son. Y se plantea en la medida que, aunque con menor intensidad, los esquemas retributivos de estos últimos sí suelen o pueden incluir partidas contingentes ligadas en su consolidación a la consecución por la entidad de determinados objetivos de resultado.

B) Aspectos orgánicos

Aunque el artículo 76 *quinquies* RD 771/2011 incluye tanto previsiones de orden procedimental y organizativo como propiamente sustantivo, se centra primordialmente sobre las primeras según puede resumirse como sigue. Se trata en todos los casos, como es de ver, de un refuerzo del rol que recae sobre el consejo de administración de la sociedad

---

perdido u otras, incluyendo las que normalmente se vienen encuadrando bajo un esquema de protección de activos; (ii) reestructuración del capital de la entidad beneficiaria, o (iii) la intervención de su gestión.

(33) *Cfr.* CUGC, III, 3. En cuanto a la categorización como cargos de alta dirección de los miembros de un comité de dirección subordinado al consejo de administración pero con un ámbito decisional transversal que revierta en la definición de las políticas generales y la estrategia corporativa, *vid.* STSJ Cataluña 22-07-2005 (AS 2005/3.748), STSJ Madrid 20-12-2006 (AS 2007/1.068) y STSJ Comunidad Valenciana 18-01-2011 (AS 2011/1.347).

como órgano al que compete el desarrollo y la supervisión de la recta aplicación de las directrices establecidas en la materia, bien estatutariamente, bien por parte de la junta general de accionistas, de conformidad con el criterio de articulación orgánica, competencial y de responsabilidad establecido con carácter general en la normativa societaria [artículo 209 LSC; igualmente, artículo 10 bis (1) (d) Ley 13/1985, según su última modificación *ex* DF 9 Ley 2/2011, del que deriva la expresa exigencia de que las entidades de crédito posean *«normas de gobierno que incluyan políticas y prácticas de remuneración coherentes con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva para dar cumplimiento a la normativa que reglamentariamente se establezca»*].

(a) *Comisión de Retribuciones y Nombramientos* y *Comité de Remuneraciones*

Se trata de denominaciones distintas para un mismo órgano, en sede, respectivamente, de cajas de ahorros y para el resto de entidades de crédito, de cuya existencia el Banco de España tiene la potestad de eximir a las de menor envergadura, lo que tenderá a concurrir probablemente de forma marginal. El Comité o Comisión[(34)], por más que, orgánicamente subordinado al consejo de administración, se configura funcionalmente como una instancia independiente y de control, en cuyo seno se gestan las propuestas de acuerdos al y del consejo relativas a las políticas de remuneración de consejeros y empleados y (si fuere ello cosa distinta) *«de los incentivos creados* (se entiende que para sus beneficiarios individuales) *para gestionar el riesgo, el capital y la liquidez»*. Sus funciones fiscalizadoras operan *ex ante* (propuesta de acuerdos) y *ex post* (control de su concreta implementación por la entidad) [artículo 76 *quinquies* (2)]. Admite sólo como miembros a consejeros no ejecutivos.

(b) Control permanente: sujetos pasivos y sujetos activos

La entidad de crédito viene obligada a identificar expresamente las categorías de empleados que, por su competencia funcional o actividad efectiva, incidan en su perfil de riesgo [artículo 76 *quinquies* (1) (a); *risk-takers* en la terminología de la D 2010/76/UE[(35)]], a nombrar a responsables de la fiscalización de aquéllos, que deberán disponer, en línea con la configuración tradicional en materia de gobierno corporativo de las comisiones de control como instancias operativamente autónomas, de la «autoridad necesaria» y de una

(34) Tanto para entidades de crédito cotizadas como para las cajas de ahorros emisoras, la alusión del artículo 76 *quinquies* RD 771/2011 debe leerse como acotación relativa a las funciones de la Comisión o del Comité. Para las cotizadas, la exigencia de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones sigue resultando directamente de la recomendación número 44 CUGC y venía ya avalada por la Recomendación 2005/162/CE, *relativa al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa* (DOUE 25-02-2005 L52/51, recomendación número 7); *cfr.* igualmente la Recomendación 2009/385/CE, citada, sección III. En lo que concierne a las cajas de ahorros, *cfr.* artículo 27 bis Ley 31/1985 (LORCA), según su última modificación por virtud del artículo 3.21 RDL 11/2010, y, para las catalanas, artículo 36 del texto refundido de la Ley de cajas de ahorros de Cataluña según su modificación por virtud del DL 5/2010, citado. *Cfr.*, en general, DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A., «Retribución de administradores de las sociedades cotizadas. La comisión de retribuciones», en RODRÍGUEZ ARTIGAS *et al.* (dirs.), *Derecho de sociedades cotizadas*, *RdS,* Thomson Aranzadi, Cizur Menor, tomo II, p. 1.080 y ss.

(35) *Cfr.* Anexo V de la Directiva 2006/48/CE, modificado por aquélla, relativo a las políticas retributivas de las entidades de crédito.

retribución dependiente de su desempeño fiscalizador [(1)(f)], y a establecer medidas concretas de prevención de los conflictos de interés [(1)(c); *cfr.*, recientemente, el artículo 2 del *Proyecto de real decreto por el que se modifican los requisitos de honorabilidad, experiencia y buen gobierno en las entidades de crédito*, modificativo del RD 1.245/1995, de 14 de julio, *sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito*, 21-01-2013, SLeg 5763].

(c) Control anual interno y externo

La norma prescribe una revisión mínima anual, *«interna, central e independiente»*, de los criterios (*«pautas»*) y procedimientos de remuneración implantados [artículo 76 *quinquies* (1)(e)], normalmente a instancias del propio Comité o Comisión, al que se encomienda la supervisión directa de la remuneración *«de los altos directivos con competencias de gestión de riesgos y con funciones de cumplimiento»* [(1)(g)]. Sobre la previsión legal y con una obvia finalidad de contraste externo, ha de dejarse constancia de que el Banco de España ya ha requerido en diversas ocasiones durante los últimos años a las entidades de crédito sujetas a su supervisión, con un régimen de cumplimiento agravado para aquellas beneficiarias de apoyo financiero público, la presentación informes de experto independiente sobre la política retributiva de los administradores, de los miembros del comité de dirección u órgano equivalente, así como del *«resto del personal con funciones de control y otros tomadores de riesgo relevantes»* (*cfr.* apartado III.2 *infra*).

El cumplimiento de las previsiones procedimentales referidas no es en todo caso unívoco y admite modulación según las peculiaridades de la organización interna, el tamaño y la complejidad operativa de cada entidad [artículo 76 *quinquies*, apartado 1, primer párrafo].

C) Aspectos sustantivos

a) Teleología

La norma, en línea con las reglas comunitarias e internacionales que la enmarcan[36], precisa didácticamente su *bien protegido*: (i) *«la gestión adecuada y eficaz del riesgo»* y la correlativa prevención de *«riesgos que rebasen el nivel de riesgo tolerado por la entidad de crédito»* [artículo 76 quinquies (1)(b)], como expresión particular del principio general en sede de responsabilidad gestora de la administración social [artículo 236 y ss. LSC]; (ii) el interés social leído en el largo plazo [artículo 76 *quinquies* (1)(c)], y (iii) la prevención del conflicto de interés [*ibid.* por referencia igualmente al principio general de administración leal].

b) Mecánica

(a) Restricciones generales

La regulación revisada introduce en el tratamiento de la materia un corsé de restricciones al principio de autorregulación, que es corolario del marco de referencia internacional

(36) *Cfr.*, por todos, *Informe Laroisière* (2009, 30-31).

y de la directiva pero que no tiene precedentes en el derecho español. Se trata de imponer esquemas retributivos que primen los componentes fijos, y en los que los variables sean contingentes, indexados, subordinados, condicionados y se satisfagan sustancialmente en especie. Los criterios delimitadores, sujetos a tutela supervisora y fundados en el objetivo de alinear el interés remuneratorio de administradores y ejecutivos con una comprensión a largo plazo del interés social [artículo 76 *sexies* RD 216/2008, *ex* RD 771/2011, por referencia al citado 226 LSC], pueden resumirse según sigue:

(i) Sobreponderación sustancial del componente retributivo fijo sobre los componentes variables, ya sean éstos anuales o plurianuales, con atribución de potestad definitoria del criterio general al Banco de España [apartado 1].

(ii) Indexación del componente variable a parámetros medibles que reflejen sobre base plurianual el resultado financiero y no financiero global de la entidad y de las divisiones o unidades de negocio donde se encuadre en su caso el directivo [letras (a) y (b)], sin definición de importes mínimos al respecto (*floor*) [apartado 1] y con ponderación (*test ex tunc*) supuestamente prescriptiva, por vía de ajuste, *«por todos los tipos de riesgos actuales y futuros»* de la entidad de crédito, considerando *«su coste de capital y la liquidez necesaria»* [letras (e) y (f)]; esto es, condicionado a la verificación de la concurrencia de los objetivos a los que el pago correspondiente se hubiese indexado, pero sin previsión de mecanismos específicos de recuperación (*clawback*) en caso de constatación ulterior de incumplimiento[37]. Adicionalmente, se prescribe la subordinación en el momento del pago (*test ex nunc*) a verificación de disponibilidad patrimonial del pagador (*condición subjetiva*) y del cumplimiento de los parámetros a los que se indexó (*condición objetiva*) [letras (i) y (j)].

(iii) Subordinación del devengo del componente retributivo variable a las exigencias regulatorias en materia de capital [letra (c)].

(iv) Consiguiente uso marginal de componentes *variables garantizados* (*guaranteed welcome*, *sign-on bonuses* o análogos), limitado al primer año de desempeño de personal ejecutivo de nueva contratación [letra (d)].

(v) Obligatoriedad del pago en especie de *«una parte sustancial»* y cuanto menos de la mitad de la remuneración variable (*rectius*: *«de cualquier elemento de remuneración variable»*), tanto si está diferida como si no, en acciones o *«intereses de propiedad equivalentes»* si la sociedad es cotizada, o en instrumentos indexados al valor de aquéllas si no lo fuera (esto es, en sus diversas modalidades, instrumentos basados en el valor de las acciones de la entidad o en el incremento de dicho valor por referencia a un lapso temporal determinado: *deferred stock bonus plans*, *restricted stock units plans stock appreciation rights plans* o similares). Excepcionalmente —se entiende que cuando las acciones no se

(37) Que la Recomendación 2009/385/CE sí sugería, explícitamente, en su apartado 3.4, abriendo cauces de recuperabilidad ahora eventualmente confiados a un entorno de reclamación en sede jurisdiccional: *«Los acuerdos contractuales con los consejeros ejecutivos o gerentes deben incluir una cláusula que permita a las empresas reclamar el reembolso de los componentes variables de la remuneración que se hayan abonado atendiendo a datos cuya inexactitud quede demostrada después de forma manifiesta»*; *cfr.* CESB (2010, 65 y ss.).

correspondan con un valor de referencia razonablemente correspondiente al del patrimonio social— el Banco de España dispone de la facultad de identificar la contraprestación en la forma de *«otros instrumentos que reflejen de manera adecuada la calificación crediticia de la entidad de crédito en una situación normal»* y, en general, de vetar la idoneidad de los instrumentos elegidos cuando no quepa aplicar, en relación con los mismos, la política de retención en el pago que, de forma muy imprecisa, la norma impone al respecto *«para que los incentivos estén en consonancia con los intereses a largo plazo»* de la sociedad [letra (g)][38].

(vi) Diferimiento del plazo de pago *«de una parte sustancial»* y cuanto menos de un cuarenta por ciento de la remuneración variable por lo menos a tres años, con un calendario de devengo proporcional (*vesting period*) no acelerable (*«durante un período que se determinará teniendo en cuenta el ciclo económico, la naturaleza del negocio, sus riesgos y las actividades de que se trate»*); y de hasta el 60% si el montante de la parte variable supera *«de forma especialmente significativa»* la media del sector [letra (h)].

El perímetro de idoneidad que, para los esquemas retributivos analizados, deriva del cúmulo exuberante de restricciones establecidas por el artículo 76 *sexies* queda así acogotado con firmeza por su tenor literal y en todo caso sujeto a potestades determinantes de supervisión prudencial por parte del Banco de España.

(b) Compensaciones por rescisión contractual anticipada

Los pagos previstos en los contratos o acuerdos individuales, o en acuerdos de alcance plural que los contemplen, deben determinarse por referencia a parámetros de rendimiento medidos en un plazo que la norma no determina propiamente (*«se basarán en los resultados obtenidos en el transcurso del tiempo»*) [artículo 76 *quinquies* (1) (h) (1)] pero que, bajo una lectura integrada con la caracterización que realiza de la parte variable de las remuneraciones, ha de tomar como horizonte, cuanto menos, el medio plazo [*cfr.* apartado II.2.C) b) (a) (i) *supra* y artículo 76 *septies* (2) (h)]. Adicionalmente, no han de resultar en una retribución *«de los malos resultados»*, de donde se deduce que no procederá compensación por rescisión contractual anticipada cuando los resultados sean negativos. La previsión legal merece alguna matización en la medida que ofrece un margen razonable para: (i) una definición especial, particularmente acotada, del concepto *resultado*, de alcance más restringido que la de resultado de explotación de la entidad de referencia en términos contables (esto es, considerando el *resultado* operativo, medible con arreglo a parámetros diversos, de divisiones funcionales o departamentos, o definido en relación a cometidos u objetivos individuales como forma de contribución al interés social); (ii) para concertar esquemas retributivos que incorporen un componente de ponderación del *resultado* en cuestión bajo un modelo no binario (esto es, derecho a la indemnización si el resultado es *aceptable*, y ausencia de compensación si no lo es) para supuestos de consecución parcial

(38) *Cfr.* Recomendación de la Comisión Europea 2009/385/CE, en el sentido de diferir los pagos en acciones hasta al menos los tres años contados desde la fecha de adjudicación (recomendación 4.1) y de obligar al mantenimiento de los títulos en manos del perceptor hasta el final de su mandato (recomendación 4.3).

de los objetivos predefinidos (consolidación parcial de la indemnización según un sistema de evaluación *bonus/malus*); y (iii) arbitrar esquemas que impacten de modo diverso en el montante de la compensación según sea la causa de terminación contractual (esto es, cuando sea discrecional para la entidad o se produzca de mutuo acuerdo).

(c) Beneficios por pensiones

En cuanto a los beneficios por pensiones que, según es práctica generalizada, vienen a integrarse de forma sistemática en los paquetes retributivos que se reconocen de ordinario a favor de los miembros del órgano de administración y de los cuadros directivos, la norma sigue un criterio afín al descrito para las compensaciones por terminación contractual (alineación de su cálculo con *«los intereses a largo plazo»* de la entidad de crédito), complementado en punto a su liquidación con una cautela similar a la que se adopta para los componentes variables de la retribución (*cfr.* apartado II.2.C) b) (a) (i) *infra*): retención de los que se denominan *beneficios discrecionales por pensión* durante cinco años desde la fecha de salida del empleado, tanto si ésta se produce con ocasión de su jubilación o con anterioridad a ella, con colocación del montante acreedor, en el ínterin, en acciones de la entidad o títulos análogos [artículo 76 *quinquies* (1) (h) (2) en relación con el 76 *sexies* (2)(g)]. Lo que deba entenderse *por beneficios discrecionales por pensión* queda sujeto a alguna duda por la literalidad del texto (*«pagos discrecionales concedidos […] a un empleado en base individual, ejecutados con referencia a la jubilación y que puedan asimilarse a la remuneración variable»*), pero parece que debe claramente reconducirse no tanto a derechos cuya liquidación quede al arbitrio discrecional de la entidad pagadora (es decir, legalmente inexigibles por parte de su eventual beneficiario y desde luego más que inhabituales en la práctica como objeto de convenio) cuanto a derechos que se devengan en virtud de un pacto que lo singularice al perceptor respecto del sistema general de pensiones de la entidad[(39)].

c) Restricciones sobre entidades beneficiarias de ayudas públicas para su reestructuración o saneamiento

Las entidades de crédito receptoras de apoyo público para su reestructuración o saneamiento[(40)] vienen sujetas, respecto de los sistemas retributivos establecidos tanto para sus

(39) La norma 117 bis (*Información sobre remuneraciones*) de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, *sobre determinación y control de recursos propios*, según su última modificación a tenor del apartado 44.2 de la Circular 4/2011 aporta alguna precisión en esta línea, consistente con los términos del artículo 4.49 Directiva 2006/48/CE (modificada *ex* artículo 1 Directiva 2010/76/UE): *«beneficios discrecionales por pensión [son] los concedidos discrecionalmente por una "Entidad" a un empleado, tanto de modo directo como indirecto (por ejemplo, a través del pago de primas de pólizas de seguro que cubran dichas contingencias o de cualquier otro sistema de ahorro a largo plazo), como parte del paquete de remuneraciones variables de dicho empleado, y que sean adicionales o distintos de los concedidos a los empleados de esa misma empresa de conformidad con su sistema general de pensiones complementarias en el país de que se trate»*. *Cfr*. norma 35 de la Circular BdE 4/2004.

(40) Se tratará, bien de las que hayan recibido ayudas por parte del FROB (*cfr.* artículos 6 y 9 RDL 9/2009, modificado en última instancia por el RDL 2/2011; *vid.* nota 42 *infra*), bien, en general, del Fondo de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito (FGD). Repárese en que las restricciones que se describen operan, según se dirá, de forma distinta en función de que la ayuda pública provenga del FROB o del FGD: no distingue el RD 771/2011, de modo que sus previsiones han de reputarse aplicables a ambos casos, y sí los RDLs 2 y 3/2012, que rigen únicamente para las entidades apoyadas financieramente o participadas en capital por el FROB.

administradores como sus ejecutivos, a un régimen agravado de restricción y tutela que, adicionalmente a las limitaciones derivadas del RD 771/2011, habrá de circunscribirse al marco limitativo que cada entidad individualmente considerada haya asumido en el correspondiente *plan de integración* o *de recapitalización*(41). El régimen aplicable a los contratos suscritos por dichas entidades incorpora, de una parte, ciertas limitaciones, adicionales a las generales descritas en el apartado precedente, establecidas por el propio RD 771/2011 [artículo 76 *quinquies* y *sexies*], a las que vienen a añadirse las acumuladas por los RDLs 2 y 3/2012. El panorama normativo, fruto del fértil aluvión reglamentador propiciado por la crisis patrimonial y operativa de bancos y cajas, la consiguiente restricción en los mercados mayoristas y minoristas de crédito, y el cambio gubernamental producido en noviembre de 2011, se estructura según se enuncia a continuación y presenta, en el contexto ambiental en que se inscribe, un claro componente sancionatorio y de represión pública, por cuya virtud los sujetos afectados pasan en algunos casos a percibir emolumentos inferiores a los de algunos de sus inferiores jerárquicos.

De una parte, con dos restricciones que rigen con carácter permanente para la totalidad de las entidades beneficiarias de apoyo público y que se configuran según sigue:

(i) Reducción de la remuneración variable a un porcentaje de los ingresos netos de la entidad cuando comprometa bien una base sólida de capital regulatorio, bien la amortización del rescate público(42).

(ii) Subordinación de la percepción del componente variable de la remuneración por parte de sus beneficiarios a la justificación «adecuada», ante el Banco de España, que tiene la potestad de limitar su retribución total. Puede reseñarse a este respecto que el supervisor bancario, de consuno con el FROB como miembro de los respectivos consejos de administración, ha impuesto ya una revisión individualizada de contratos al amparo específico del nuevo marco legal, con consecuencias diversas en función de las entidades concernidas.

De otra parte, los RDLs 2 y 3/2012 han venido a añadir, a dichas limitaciones —digamos que absolutas o permanentes—, otras que rigen sobre la remuneración de administradores y directivos de entidades de crédito beneficiarias de apoyo conferido específicamente por el FROB, bien bajo la especie de la participación en su capital social, bien mediante suscripción de participaciones preferentes convertibles(43), con distinción, a su vez, entre un régimen transitorio —digamos que general— para todas ellas, y de otro, igualmente

---

(41) O en los *planes de reestructuración* o de *resolución ex* Ley 9/2012, si éstos refieren a las políticas retributivas de la entidad.

(42) *Cfr.* artículo 9.8 y concordantes RDL 9/2009 (según su modificación última por el artículo 4.2 del RDL 2/2011), la definición de *capital principal* que introduce el artículo 2 y concordantes del RDL 2/2011, y, en general, el artículo 6 y concordantes de la Ley 13/1985, *de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de intermediarios financieros*, y normativa de desarrollo.

(43) Respectivamente, los denominados *FROB II* (toma de participación en capital *ex* artículo 9.5 RDL 9/2009) y *FROB I* (suscripción de participaciones preferentes convertibles en cuotas participativas o, ulteriormente y tras los correspondientes procesos de bancarización de las cajas de ahorros afectadas, en acciones *ex* artículo 9.3 RDL 9/2009), o *FROB III* (la suscripción de participaciones preferentes convertibles abierta específicamente en su momento para determinadas entidades por la DA 4 del Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, *para el reforzamiento del sistema financiero*, inédita a la postre).

transitorio pero específicamente dispuesto para las entidades participadas mayoritariamente en capital por el propio FROB[(44)]. Dichas *restricciones FROB* distinguen, por su parte, en función de su alcance, entre las que afectan al régimen remuneratorio (artículo 5 RDL 2/2012) y las que atañen al régimen indemnizatorio en caso de terminación contractual (DA7 RDL 3/2012). Y se acumulan a las generales prescritas administrativamente, tanto a nivel comunitario como específicamente español, en sede de la regulación sobre ayudas públicas, básicamente consistentes en la imposición a la entidad de crédito beneficiaria, en tanto se mantenga el apoyo del FROB, de la obligación de ajustar sus políticas retributivas a lo dispuesto en el artículo 5 RDL 2/2012 y en su normativa de desarrollo[(45)].

(a) Restricciones retributivas en sede de entidades de crédito sin participación mayoritaria del FROB en capital

(i) Alcance subjetivo

La restricción objeto de comentario en este punto concierne a administradores y *directivos*, siendo el criterio delimitador para estos últimos el laboral y no el de si son o no *risk-takers* en el sentido del RD 771/2011[(46)] [artículo 5.7 RDL 2/2012]; esto es, únicamente vendrían afectados a este respecto los empleados con contrato de alta dirección en los términos del RD 1.382/1985[(47)].

En el caso de procesos de integración entre entidades de crédito que se hayan llevado a efecto durante 2012, de los previstos en el artículo 2 RDL 2/2012, la previsión legal únicamente afecta a los administradores y directivos *«que lo fueren de aquella de las entidades que precise el apoyo financiero público* [del FROB] *o que dé origen al mismo»*, disponien-

---

(44) A la fecha de cierre de estas líneas, por la totalidad de su capital, *CatalunyaBanc*, *Banco CaixaNova Galicia* y, hasta la ejecución de la operación de adquisición de su capital por parte de BBVA verificada en julio de 2012, *UnnimBanc*.

(45) Norma sexta (c) del *Acuerdo de la Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria de 30 de julio de 2012 por el que se detallan los criterios y condiciones a los que se ajustará su actuación en los procesos de reforzamiento de los recursos propios de entidades de crédito en el ámbito de la asistencia europea para la recapitalización,* en línea con la remisión que el Acuerdo análogo de la Comisión Rectora del FROB para 2011, de fecha 08.07.2011, hacía al capítulo XIII del título I del RD 216/2008 sobre recursos propios y, en referencia al régimen transpuesto por el RD 771/2011 resultante de la D 2010/48/UE, «*a los criterios señalados en la normativa de la Unión Europea que resulte de aplicación*» [norma octava (1)(c)].

(46) *Cfr.* apartado II.2.A) *supra*.

(47) Real Decreto 1.382/1985, de 1 de agosto*, por el que se regula la relación especial del personal de alta dirección*. Sin pretensiones de exhaustividad y sujeto al criterio *funcional* de delimitación establecido de forma consolidada por la jurisprudencia laboral, concurrencia de un espectro competencial que alcance a la totalidad de las áreas operativas de la sociedad, con tendencia a la expansión inclusiva cuando concurre dependencia directa del consejo de administración o del consejero delegado. Es de entender que, en circunstancias ordinarias, los miembros del comité de dirección de la entidad de crédito van a recaer, normalmente, bajo el ámbito de aplicación del RDL 2/2012; *cfr.* artículo 2 Orden ECC/1762/2012 (ver nota 50 *infra*).

Puede reseñarse por lo demás que, sin que se haya recogido en el texto de la Ley 8/2012, de 30 de octubre, *sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero* (fruto de la tramitación como proyecto de ley del Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, también *sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero*, un borrador inmediatamente precedente al redactado final [11-05-2012] contemplaba la extensión del régimen limitativo a todas las entidades de crédito que fueran a precisar de apoyo público del FROB por déficit de capital principal o de recursos propios computables a resultas de la dotación de las provisiones adicionales que impone sobre activos inmobiliarios y financiaciones conexas a ellos.

do el Ministro de Economía y Competitividad de facultades moderadoras de las restricciones a la vista del correspondiente *plan de remuneración*, según se desarrolla ulteriormente [artículo 5.6 RDL 2/2012[48]], con indemnidad para administradores y directivos de la entidad *rescatante* aun si, por mor de la operación, pasasen ulteriormente a desempeñar funciones en la *rescatada* [artículo 7.1 Orden EEC/1762/2012[49]]. Las entidades de crédito concernidas vienen obligadas a someter al Banco de España una lista de administradores y directivos que distinga entre *contaminados* e *incontaminados*, para trazado de trayectorias y restricciones retributivas, abriendo ahora la orden ministerial la iniciativa de las entidades participantes, en el sentido de que vienen invitadas a «proponer» al Ministro el modo en que sus facultades de moderación del rigor limitativo del RDL 2/2012 hayan de ser ejercitadas, con la justificación oportuna «en atención a la situación de mercado» [artículo 7.3]. La medida, que no compromete la decisión final y que tiene como margen máximo la elevación de la retribución variable al importe de la fija —tal y como se contempla, según se dirá, para los administradores y directivos incorporados a las entidades rescatadas por el FROB en el momento mismo del apoyo financiero de éste o con posterioridad, siempre que su participación en el capital no resulte mayoritaria [artículo 4.3 Orden ECC/1762/2012] debe ser leída positivamente por cuanto apunta de flexibilidad en una aproximación individualizada a cada caso, que parece inexcusable en un entorno de alta volatilidad normativa y de necesariamente agitado enjuiciamiento mediático de conductas, de contribuciones subjetivas por razón del desempeño gestor a la ulterior necesidad de ayudas públicas, y de responsabilidades. Se constata, sin embargo, que mantiene un alcance restringido del que únicamente pueden beneficiarse los administradores y directivos que hayan *entrado* con el FROB: todos los demás, por un juicio normado discutible que, en la órbita retributiva al menos, les atribuye una responsabilidad *objetiva* por serlo de entidades que han acabado precisando de un rescate con fondos públicos, escapan sin matices de la posibilidad de beneficio del atemperamiento administrativo del rigor legal. Acude así la norma a un juicio de responsabilidad de algún modo cautelar —por más que su consecuencia directa, la implantación de la restricción remuneratoria, sea inmediata, justificada en el consumo de recursos financieros públicos, más por su significación relativa (generación de una toma de control accionarial mayoritaria por parte del FROB) que por la puramente cuantitativa (importe de la ayuda)— en detrimento de un sin duda más laborioso juicio societario, administrativo o judicial de responsabilidades que parece haberse impuesto de forma casi generalizada[50].

---

(48) Ajustado muy levemente en su literalidad, recientemente, por la DF 9 Ley 9/2012.

(49) Orden ECC/1762/2012, de 3 de agosto, por la que se desarrolla el artículo 5 del Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, en materia de remuneraciones en las entidades que reciban apoyo financiero público para su saneamiento o reestructuración. Resulta ocioso apuntar que, en la medida que la exigencia de ajuste contractual rige desde la entrada en vigor del RDL 2/2012, el caso es que el ajuste de los contratos a sus términos se habrá producido en la mayoría de los casos con carácter inmediato y bajo validación, expresa o *de facto*, por parte del FROB como administrador único o miembro cualificado del consejo de administración de las entidades asistidas a las que incumbe la obligación de ajuste o alineamiento del contrato laboral o mercantil con los términos restrictivos de la norma [artículo 5.8 RDL 2/2012]; de lo que pudiera derivar ocasionalmente la necesidad de un *reajuste* (ajuste del ajuste), a todas luces ineficiente, ahora a los términos de la orden ministerial.

(50) El FROB, en su antigua condición de accionista único de *Banco CAM*, procedente de la *Caja de Ahorros del Mediterráneo*, instó diversas acciones de responsabilidad en sede penal ante la Audiencia Nacional contra algunos de los administradores y directivos de la entidad que lo fueron antes de su intervención pública, por determinados acuer-

(ii) Alcance temporal

La restricción debe entenderse como consustancialmente transitoria, de modo que opera, imponiéndose a los términos y condiciones del correspondiente contrato mercantil o de trabajo, durante los ejercicios sociales durante los cuales se mantenga el apoyo financiero del FROB —esto es, hasta el término del último de ellos [artículo 5.2 RDL 2/2012]. Si bien la regla es suficientemente clara respecto de su transitoriedad, la acumulación de acotaciones legales genera una inconveniente imprecisión respecto de hasta cuándo haya de entenderse vigente. A nuestro entender, el régimen excepcional debe leerse en el sentido literal del artículo 5.4 RDL 2/2012[51], que es la regla de cierre del alcance temporal del precepto: salido el FROB del capital social de la entidad asistida (*FROB I*), o una vez amortizados los instrumentos de deuda suscritos por el mismo (*FROB II*) o, de haberlas, cualesquiera otras modalidades de valores convertibles o instrumentos de recapitalización, incluyendo los convertibles contingentes[52], el régimen limitativo deja de operar de forma automática[53], con independencia de los concretos términos de la enajenación, amortización o rescate de los valores mediante los cuales se haya instrumentado la ayuda pública.

Así, el citado apartado 6 del artículo 5 —que distingue, para el caso de operaciones de integración de las previstas en el artículo 2 (b) RDL 2/2012, entre los administradores y directivos de la entidad *«que precise el apoyo financiero público o que dé origen al mismo»*, *contaminados* éstos por la restricción, y aquellos de la entidad rescatante, libres de ella; y que deja en manos del Ministro de Economía la potestad de *«modificar los criterios y límites»* del régimen restrictivo excepcional[54]— parece que haya de leerse, en buena lógica sistemática, como una subespecie del régimen general del apartado 4 citado, esto es, como

---

dos adoptados en materia de previsión social para el incremento de pensiones (*El País*, 06-09-2012 y 06-01-2013). Por su parte y actuando de oficio, la fiscalía del Tribunal Superior de Cataluña abrió en 2011 diligencias, en curso, contra algunos directivos de *Caixa Penedès* en relación con determinadas compensaciones percibidas con ocasión de su prejubilación (*El País*, 15-12-2011); el Juzgado número 2 de la Audiencia Nacional abrió en junio de 2012, a instancias de la Fiscalía Especial contra la Corrupción y la Criminalidad Organizada, diligencias previas contra determinados directivos de *CaixaNova Galicia* en relación con el pago de prejubilaciones, y la Fiscalía de Barcelona ha hecho lo propio, en julio de 2012, respecto de las remuneraciones de determinados directivos de *CatalunyaCaixa* (*El País*, 04-09-2012). De interés marginal a este respecto, por último, es la apertura y cierre prácticamente inmediato de determinadas diligencias informativas abiertas por la denominada Oficina Catalana Anti-Fraude, dependiente de la Generalitat de Catalunya, respecto de determinados cargos directivos de *UnnimBanc* (*El País*, 13-02-2012). Iniciativas análogas se han seguido respecto de *Bankia*, *Banco de Valencia*, *NovaCaixaGalicia*, *Caja Navarra*, *Caja Castilla-La Mancha* y *Banca Cívica* (*El País*, 24-03-2013).

(51) *«Las limitaciones de los apartados 1, 2 y 3 [las restricciones retributivas temporales indicadas] podrán levantarse una vez producido el saneamiento de la entidad mediante el pago, amortización, rescate o enajenación de los títulos suscritos por el Fondo, o cuando de cualquier otro modo se entienda reintegrado al mismo el apoyo financiero prestado».*

(52) *Cfr.* DF 3 RDL 2/2012, modificativa de la DT 3 RDL 2/2011, relativa a los instrumentos de deuda computables como capital principal, y artículo 29 Ley 9/2012.

(53) Por más que la norma citada acuda a la expresión «podrá levantarse»: una lectura integrada del precepto indicaría la ausencia de canal administrativo tutelar alguno al que venga atribuida una eventual competencia decisoria respecto de si, amortizada que sea la ayuda pública que justifica la restricción, pudiera sin embargo subsistir la limitación de derechos que instituye el RDL 2/2012.

(54) En consideración, se entiende, del alcance de la integración y del *plan de remuneraciones* que habrán de presentar las entidades integradas; *cfr.* apartados (b) y (c) del artículo 2 RDL 2/2012.

regla que, mientras mantenga el FROB su apoyo en cualquiera de las entidades integradas, preserva a los de la rescatante de la poda retributiva, pero que cesa en sus efectos cuando se produce el saneamiento de la entidad de crédito con la salida del FROB. Con todo, el redactado es deficiente en la medida que pudiera llevar a entender que, contra la lógica del sistema, mediando un *esquema de protección de activos* (EPA) como forma de apoyo financiero público a una operación de rescate, el régimen restrictivo pudiera mantenerse en vigor hasta tanto cesaren los efectos de dicho sistema de protección o incluso hasta tanto quedasen sin efecto las eventuales garantías frente a contingencias de cualquier orden que el FROB pudiera haber prestado en interés del comprador en el contrato de venta de su participación accionarial en la entidad rescatada, esto es, por períodos de referencia sustancialmente posteriores en potencia al momento de su abandono del capital social o del reintegro del apoyo financiero público prestado(55).

(iii) Alcance sustantivo

De modo consistente con el discurso legal de la Directiva y de su norma de transposición, el artículo 5.2 RDL 2/2012 sujeta a diferimiento condicionado la retribución variable de administradores y directivos de entidades beneficiarias de cualquier apoyo financiero del FROB que haya resultado en una participación no mayoritaria del mismo en su capital social. El diferimiento es a tres años y normalmente deberá ser leído en el marco definitorio del RD 771/2011 según se ha referido con anterioridad. La condición es el cumplimiento del plan de reestructuración o recapitalización a cuyo amparo obtuvo la entidad la ayuda pública, de modo que debiera poder admitir esquemas de devengo o consecución parcial si el propio plan los avalase. La determinación del cumplimiento de dicha condición se asigna al arbitrio reglado —no discrecional— del Banco de España [*ex* norma 105, apartado (2) (g), de la Circular 3/2008]. Los correspondientes contratos, mercantiles o laborales, que regulen las remuneraciones —como también en los supuestos de participación mayoritaria del FROB en capital, que se tratan inmediatamente a continuación— deberán haber sido objeto de ajuste a dicha restricción, siendo así que en la mayoría de los casos la adaptación al RD 771/2011 (entrado en vigor el 05-06-2011) ya habrá bastado a los fines de la nueva exigencia (debida para marzo de 2012).

Siguiendo con la previsión legal [artículo 5.3 RDL 2/2012], la citada Orden ECC/1762/2012 ha venido a *precisar* con generosidad expansiva y un retraso inconveniente los términos de dicho *ajuste contractual*. En lo que concierne a la vigencia del régimen transitorio, la posición administrativa es que las limitaciones remuneratorias *«se levantarán una vez producido el saneamiento cuando así lo declare el Banco de España, previo informe del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, por considerar que ha cesado*

(55) En lo que concierne a los apoyos prestados por el FDG mediante EPA, formalizado normalmente a través de un protocolo de *medidas de apoyo financiero*, el régimen de derecho privado bajo el que el Fondo opera no empecería, en apariencia, la condición de públicas de las ayudas prestadas por el mismo si se atiende a su naturaleza de instrumento legalmente reglado en cuanto a las contribuciones (privadas) de las que se nutre, a la participación pública cualificada en la composición de su comisión gestora y a su función de garantía impropiamente mutual [artículos 3.1, 5 y 7 RDL 16/2011; *cfr.*, en todo caso, las referencias a la asistencia específicamente prestada por el FROB en los artículos 25.1 y 28.2 Ley 9/2012, y la correlativa del artículo 2.2 de la Orden ECC/1761/2012].

la participación mayoritaria o el apoyo financiero del citado Fondo sobre la entidad», con efectos a partir de 2011 y sin afectar por consiguiente —de acuerdo con una lectura razonable del RDL— a las retribuciones *«devengadas y reconocidas en relación con el ejercicio 2011 o anteriores»* [artículo 2.5]. La determinación del *dies ad quem* según el criterio discrecional del Banco de España (*«considere»*) se aparta del mandato legal y debe reputarse así de legalidad discutible [*cfr.* artículo 5.4 RDL 2/2012].

La retribución total anual máxima —limitada, para presidentes ejecutivos, consejeros delegados y directivos, a 500.000 euros, y a 100.000 euros para los demás miembros de órganos colegiados [artículo 5.3 (a) (1) y (4) RDL 2/2012, modificado en última instancia por la DF 9 Ley 24/2012], salvo para directivos contratados con ocasión del apoyo financiero del FROB o ulteriormente, para los cuales el componente variable de la retribución podrá llegar a igualar al fijo— no podrá exceder del sesenta por ciento de la fija anual bruta [artículo 4.3 Orden ECC/1762/2012]. El Banco de España debe autorizar en todo caso, en todos los supuestos, cualquier declaración de devengo y cualquier pago de un variable. En cuanto al cálculo de los importes, la Orden estipula: (i) el cómputo agregado de cualesquiera percepciones —incluyendo las indemnizatorias procedentes de sociedades participadas [artículo 5.1] y los beneficios discrecionales por pensiones [artículo 5.3] percibidas por el administrador o directivo de la entidad beneficiaria del apoyo financiero del FROB, de cualesquiera otras pertenecientes a su mismo grupo empresarial en los términos del artículo 42 CCom o procedentes de cargos de representación de la entidad en entidades terceras, y (ii) que, para beneficiarios de retribuciones simultáneamente procedentes de la entidad *«que ejerza directamente el negocio financiero»* y de otras entidades de un mismo grupo, la base retributiva para el cómputo del límite del componente variable de la retribución (base cien o denominador) será precisamente el obtenido de la entidad que ejerza el negocio financiero como referente operativo principal del grupo remunerador[(56)].

(b) Restricciones retributivas en sede de entidades de crédito mayoritariamente participadas por el FROB

Cuando el apoyo financiero del FROB haya redundado en una participación mayoritaria en el capital social de la entidad de crédito rescatada, el régimen es idéntico al descrito en cuanto a (i) su alcance subjetivo, (ii) su alcance temporal, (iii) los criterios de cómputo

(56) Debe reseñarse la persistencia de algún último celo legislativo adicional al cúmulo de normas dictadas sobre el particular en 2011 y 2012, reflejado en una iniciativa promovida en sede parlamentaria por *Convergència i Unió* [proposición no de ley, 29-05-2012] que perseguía la modificación del artículo 5 RDL 2/2012, incluyendo la previsión de una aplicación retroactiva de las limitaciones retributivas, *«por todos los conceptos»,* para los ejercicios previos a la ayuda pública del FROB en la medida que *«de la gestión de aquellos ejercicios se derivara la posterior situación de necesidad de apoyo financiero público»*, con pretensión de anulación de las cláusulas indemnizatorias *«en concepto de asunción de responsabilidades por la gestión negligente»*; la iniciativa ha seguido desde entonces un curso errático y figuraba, con un alcance muy distinto que favorecería la flexibilidad administrativa en la aplicación de eventuales restricciones, entre las enmiendas al *Proyecto de Ley sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero*, procedente del trámite convalidatorio del RDL 18/2012 [enmiendas números 63 y 65, del mismo partido, Boletín Oficial de las Cortes Generales, Senado, 03-10-2012], retiradas ulteriormente [BOCG 18-10-2012] y sin reflejo final en la Ley 8/2012, *sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero* (fruto del trámite como proyecto de ley del Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, también *sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero*).

referidos, y (iv) la necesidad de revisión de los contratos correspondientes, pero con rigor agravado en cuanto a (v) los límites retributivos —300.000 euros anuales de retribución fija para presidentes ejecutivos, consejeros delegados y directivos, y 50.000 euros anuales para los demás miembros de órganos colegiados [artículo 5.3 (a) (1) y (3) RDL 2/2012]— y (vi) la proscripción de componentes retributivos variables en 2012 y hasta el reintegro del apoyo financiero del FROB [artículos 5.1 y 5.4 RDL 2/2012].

(c) Restricciones indemnizatorias en caso de terminación contractual

(i) Regla y excepciones

La DA 7 RDL 3/2012 ha venido a rematar el nuevo marco restrictivo con una batería de cierre que apunta al flanco descubierto del RDL 2/2012: el régimen de terminación contractual y las indemnizaciones correspondientes. De modo sintético, puede apuntarse al respecto lo que sigue: (i) el sistema limita con carácter general los importes que las entidades de crédito participadas o asistidas por el FROB[(57)] pueden satisfacer en caso de terminación contractual, sin distinción por razón de los sujetos pasivos; así, bajo toda apariencia literal, la regla desactiva el derecho a la compensación no sólo para administradores o ejecutivos [*cfr.* artículos 5.1 y 5.7 RDL 2/2012] sino también para el resto de empleados; (ii) la desactivación indemnizatoria afecta tanto a los blindajes contractuales[(58)] como, cuando resulte de aplicación, al propio régimen legal aplicable en sede laboral. La limitación se determina por referencia a la menor de dos magnitudes: el duplo de la remuneración fija contractualmente prevista o el duplo de su montante ajustado transitoriamente a la baja según los términos del artículo 5.3 (a) RDL 2/2012 [DA 7 RDL 3/2012, Uno (1) y artículo 6 de la Orden ECC/1.762/2012][(59)]. De forma similar a cuanto sucedía con las limitaciones retributivas implementadas mediante el RDL 2/2012, se arbitra también en sede indemnizatoria una excepción en favor de los administradores y directivos (y no, aquí, respecto de otros empleados) *incontaminados* por su implicación en la gestión de la entidad rescatada antes de la asistencia del FROB. La excepción opera, sin embargo, como una dispensa que nunca puede superar el duplo del componente fijo de la retribución contractual originaria y que el Banco de España debe autorizar singularmente en consideración de los términos del contrato de servicios o de trabajo, y de los resultados del plan de saneamiento (introduciendo, con este último parámetro valorativo, una vinculación —se entiende— al *éxito* gestor) [DA 7 RDL 3/2012, Uno (2)].

(ii) Sanción administrativa, suspensión y extinción contractual

Por último, en previsión de y respuesta a casos donde la actuación de administradores y empleados de algunas entidades de crédito rescatadas ha acabado o pudiera acabar en la

---

(57) De nuevo, mediante *FROB I* o *III*; *vid.* nota 43 *supra*.

(58) A modo de objetivación particular —de matiz argüible para algunos casos en el contexto del rescate de las cajas de ahorros españolas— de la regla que enunciaba la Recomendación de la Comisión 2009/385/CE, citada, en el sentido de *«garantizar que los pagos por rescisión —los llamados "paracaídas de oro"— no representan una recompensa al fracaso»* (considerando séptimo).

(59) *Cfr.* epígrafes II.2.C) c) (a) y (b) *supra*.

apertura de expedientes sancionadores al amparo de la normativa de disciplina e intervención, la norma asimila razonablemente, tanto a efectos laborales como civiles y mercantiles, sanción administrativa a causa de suspensión contractual y de despido disciplinario o de terminación contractual, sin derecho a indemnización [DA 7 RDL 3/2012, Dos y Tres].

III. SUPERVISIÓN TUTELAR POR EL BANCO DE ESPAÑA: REGLAMENTACIÓN Y AUTODIAGNÓSTICO

1. Marco competencial

La competencia supervisora y sancionatoria del Banco de España se construye, también para las materias objeto de análisis, sobre la normativa general de disciplina e intervención de las entidades de crédito [Ley 26/1988, de 29 de julio, *de disciplina e intervención de las entidades de crédito*], a cuyas referencias y en conexión con ellas hay que añadir, según se ha expuesto, las específicas derivadas en materia retributiva del RDL 2/2012 [artículos 5, apartados 2 y 8], del RDL 3/2012 [DF7] y de la Orden ECC/1762/2012 [artículos 2.5 y 4.3, en particular].

2. Entidades de crédito y autodiagnóstico

La sensibilidad aguzada respecto de la cuestión retributiva ha llevado en los últimos años al supervisor bancario a un seguimiento estrecho de la situación de buena parte de las entidades de crédito españolas, del que ha resultado un nivel de conocimiento y de seguimiento que cabe calificar de intenso. Así, en julio de 2009, el Banco de España, por medio de la Asociación Española de Banca (AEB) y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), remitió a las entidades de crédito españolas una comunicación por la cual se las intimaba a llevar a cabo un proceso calificado de *autoevaluación* respecto del grado de cumplimiento de las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum*, FSF) y del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS) en materia retributiva, para 31-12-2009. Ulteriormente, en noviembre del mismo año y tras la publicación por el *Financial Stability Board* (FSB) de sus específicos estándares en la materia[60], el supervisor bancario español remitió a las entidades concernidas una nueva misiva reiterando la necesidad del ejercicio crítico de evaluación, que había de plasmarse en un informe escrito sobre la adecuación de las políticas retributivas a los principios y directrices europeos e internacionales en sus distintos aspectos (estructurales, orgánicos y procedimentales). Los referidos informes debían presentarse al Banco de España para comentario y, ocasionalmente, recabado de precisiones adicionales hasta el cierre del proceso. Dos años más tarde, en 2011 y tras la transposición de la CRD III mediante el RD 771/2011, el Banco de España requirió a las entidades crediticias en octubre de dicho año la actualización exhaustiva de la citada revisión previa, esta vez con el soporte de un informe valorativo de adecuación al nuevo marco

(60) FSB (2009).

legal, a emitir por un experto independiente por todo el 30-11-2011 (61). El informe tenía que versar sobre la política retributiva de sus administradores, de los miembros del comité de dirección u órgano equivalente, así como del resto de sus empleados que, por su desempeño, incidieran de manera significativa en el nivel de riesgo de la entidad y de su grupo. Puede decirse a este respecto que se trata innegablemente de una práctica tempestiva de rigor acrecentado en materia de supervisión prudencial (62), a la vez que, en lo que concierne al enjuiciamiento de los esquemas de retribución y de los concretos contratos supervisados, legalmente relevante en lo que supone de seguimiento por parte del Banco de España de las políticas retributivas aplicadas en cada caso (63).

IV. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

(a) Las iniciativas legislativas adoptadas desde 2009 para la reestructuración del sector financiero español han introducido en la reglamentación de la remuneración de administradores y altos cargos de las entidades de crédito un régimen restrictivo que la aparta del régimen societario general subyacente. Mientras que este último se caracteriza esencialmente —y ha de construir cualquier práctica societaria prudente— sobre los principios de (i) competencia dominical, (ii) sanción estatutaria y (iii) discrecionalidad (carácter libérrimo de la remuneración y configuración dentro de los límites generales del interés social), en sede de entidades de crédito el marco normativo general viene sujeto a restricción específica. La regulación en vigor desde 2010 en materia de recursos propios y política de control de riesgos —significadamente el RD 771/2011, como regla general, modificativo en esta materia del RD 216/2008 sobre recursos propios de las entidades financieras y, para las entidades de crédito beneficiarias de ayudas públicas para su reestructuración, los RDLs 2 y 3/2012— define un marco de maniobra para las políticas remuneratorias e indemnizatorias sujeto a restricciones tanto respecto de la configuración de las políticas y esquemas retributivos como de su cuantificación. Dicha modificación supone un cambio de paradigma sin precedentes, fruto de la acotación pública del margen privado de discrecionalidad irrestricta prevalente históricamente y hasta la fecha.

---

(61) El Banco de España trabaja actualmente en un borrador de circular en el que se establecería la obligación de contraste externo anual de las políticas retributivas de las entidades de crédito, con definición de las condiciones de independencia de juicio exigibles al correspondiente experto independiente, en línea con lo preceptuado por el artículo 76 *quinquies* RD 771/2011 citado (*cfr.* apartado II.2.B) (c) *supra*).

(62) Al tiempo de cerrar estas líneas, algunas entidades beneficiarias de los paquetes de rescate público han recibido nuevos requerimientos actualizados de información, cursados por el Banco de España en relación con lo previsto en la DA 19 Ley 9/2012, que impone al supervisor la remisión a las Cortes Generales, para el 15-03-2013, de un informe de evaluación del efecto del RDL 2/2012 y de la normativa concordante *«sobre el cobro de las indemnizaciones, pensiones y remuneraciones percibidas por los administradores y directivo de las entidades de crédito inmersas en algún procedimiento de reestructuración o resolución durante [los cuatro meses siguientes a la entrada en vigor de dicha norma], incorporando un modelo de marco retributivo»*.

(63) Así lo toma expresamente en consideración, desde la perspectiva penal, la STS 17-07-2006 citada, FJ 13.º (ver nota 9 *supra*).

(b) La evolución del régimen legal de transparencia acerca de la remuneración de administradores y altos cargos es, a este respecto, un elemento revelador de la cultura societaria prevalente que, de forma esencial en este campo, ha de alinearse en términos consistentes con la teleología de un sistema público y privado fundado en el paradigma de jerarquía dominical citado. Sobre el principio general vigente y justificable para la generalidad de las sociedades mercantiles, basado en una publicidad en memoria sobre base agregada, la reglamentación especial sobre entidades de crédito y entidades emisoras de valores cotizados impone el desglose individualizado respecto de consejeros, aunque no, todavía, para altos cargos directivos con relación laboral, salvo —en cuanto a estos últimos— que lo sean de entidades de crédito beneficiarias de apoyo financiero del FROB y de sus filiales bancarias, en cuyo caso rige igualmente el desglose individual. Las dos propuestas de orden ministerial y de circular de la CNMV, de 2011, relativas al *informe anual de gobierno corporativo* y al *informe anual de remuneraciones de los consejeros* para sociedades cotizadas, otras entidades emisoras de valores cotizados y cajas de ahorros serían la ocasión, de retomarse, de una oportuna vuelta de tuerca adicional para la imprescindible simplificación y homogeneización de la reglamentación vigente en la materia.

(c) En lo que respecta a las entidades de crédito beneficiarias del apoyo público en el marco del proceso de reestructuración y recapitalización del sistema financiero español, la reglamentación de la limitación y control de las retribuciones de administradores y directivos se ha levantado a partir de un juicio genérico de responsabilidad respecto de las actuaciones gestoras, condicionado fatal e inevitablemente por sus connotaciones políticas y mediáticas, que participa, por su configuración legal, de los atributos de la responsabilidad objetiva y que denota, en algunos casos particulares, una simplificación discutible por su rigidez. Respecto de la que podría considerarse una aproximación inicial —en el RDL 9/2009 primigenio— prevalentemente basada en los criterios de evaluación individualizada de actuaciones de administración o gestión societaria culpables o negligentes, en el seno de los expedientes de reestructuración concretos y con atribución de un margen consistente para el arbitrio moderador del Banco de España y del Ministerio de Economía y en la depuración o sanción de conductas en sede administrativa y judicial[(64)], la evolución de la regulación sobre la materia se ha desplazado de forma contundente y acelerada hacia la rotundidad del recurso a la norma limitativa general en materia de remuneraciones e indemnizaciones a partir de un juicio final basado en la evidencia fáctica del consumo de recursos del presupuesto público exigido por las medidas de saneamiento.

(d) En cuanto a la cita que encabeza estas líneas —huelga decirlo— no quiere ser un diagnóstico de las causas, por más que refleje cabalmente uno de los ejes metodológicos de la política legislativa relativa al régimen retributivo e indemnizatorio de administradores y directivos en las entidades de crédito españolas: (i) prevención cautelar respecto de las políticas retributivas mediante una reforma estructural de la norma —el RD 216/2008 sobre recursos propios, a través del RD 771/2011— con vocación de estabilidad, para la alineación del interés administrador o gestor con el interés social, y (ii) sanción normativa

(64) *Vid.*, crítico al respecto, FMI (2012, 27).

reactiva, no siempre matizada en su aproximación subjetiva a los procesos de recapitalización que han requerido de ayuda pública. Una definición final construida, pues, en este segundo volante, más que en base al régimen mercantil general de responsabilidad por actos de administración societaria, sobre criterios de responsabilidad objetiva, de abrupto encaje en el sistema normativo general vigente en la materia y sujetos a la depuración natural que su carácter consustancialmente transitorio debería suponerles.

V. BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ-UDE LÓPEZ, F. (2012), «Nueva regulación de los sistemas de remuneración en el sector financiero español», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 10-2012, pp. 201-217.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS) (2010a), *Compensation Principles and Standards Assessment Methodology*, 01-2010.

— (2010b) *Principles for Enhancing Corporate Governance*, Basilea, 10-2010.

BRANDEIS, L.D. (1914), *Other People's Money, and How The Bankers Use It*, Fairfield, New Jersey, Augustus M. Kelley Publishers (reimpresión de 1989, según la cual se cita; hay versión castellana: *El dinero de los demás y de cómo lo usan los banqueros*, Ariel, Barcelona, segunda edición, 2012).

BUENO, N., GIRBAU, R. e YBÁÑEZ, J. (2011), «Fusión de cajas de ahorros, emisión de participaciones preferentes convertibles y Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 8/2011, pp. 135-159.

COMISIÓN EUROPEA (2010), *Libro verde sobre el gobierno corporativo en las entidades financieras* (Bruselas, 2010;

— (2011), *Libro verde sobre la normativa de gobierno corporativo de la Unión Europea*, Bruselas, 05-04-2011 (Com (2011) 164 final).

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) (2011a), *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisores de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*. Ejercicio 2010, Madrid, 2011.

— (2011b), *Informe anual de gobierno corporativo de las compañías del IBEX 35*, Madrid, 2011.

COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS (CEBS) (2009), *High-level Principles for Remuneration Policies*, 20-04-2009.

— (2010) *Consultation Paper on Guidelines on Remuneration Policies and Practices* [CP42], 08-10-2010.

COMMITTEE OF EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS SUPERVISORS (CEIOPS) (2009), *Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: Remuneration Issues*, (doc-51/09), 10-2009.

DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A. (2006), «Retribución de administradores de las sociedades cotizadas. La comisión de retribuciones», en RODRÍGUEZ ARTIGAS *et al.* (dirs.), *Derecho de sociedades cotizadas*, RdS, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, tomo II, pp. 1.055-1.086.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA) (2009), *Reforming Remuneration Practices in Financial Services: Feedback on CP 09/10 and Final Rules*, 08-2009.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB) (2009), *Principles for Sound Compensation Practices: Implementation Standards*, 25-09-2009; (2010) *Thematic Review on Compensation: Peer Review Report*, 30-03-2010.

FINANCIAL STABILITY FORUM (FSF) (2009), *Principles for Sound Compensation Practices*, 02-04-2009.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2012), *Spain. Financial System Stability Assessment*, 30-05-2012 (IMF Country Report núm. 12/137, 06-2012).

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1995), «Los pactos de indemnización del administrador cesado», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 216/1995, pp. 475-516.

GARRIGUES, J. y URÍA, R. (1953), *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Instituto de Estudios Políticos, Madrid, tomo II, 1953.

GIRBAU PEDRAGOSA, R. (2006), «Los estatutos sociales de la sociedad cotizada: especificidad y cláusulas estatutarias anti-OPA», en Vives, F. *et al.* (dirs.), *La sociedad cotizada*, Marcial Pons, Madrid, pp. 127-160.

LAROISIÈRE *et al.* (2009), *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the European Union (Informe Larosière)*, 25-02-2009.

MATEU DE ROS, R. (2007), *El Código Unificado de Gobierno Corporativo*, Editorial Aranzadi, Cizur Menor, 2007.

MONTERO GARCÍA-NOBLEJAS, P. (2008), «Procedencia y alcance de la constancia estatutaria de la retribución de los administradores de sociedades cotizadas consistente en programas de opciones sobre acciones y sistemas similares», *Revista de Derecho de Sociedades*, 30/2008, pp. 163-194.

PAZ-ARES, C. (2008), «El enigma de la retribución de los consejeros ejecutivos», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 2, pp. 15-88 e *InDret* 1/2008.

— (2009) «Ad imposibilia nemo tenetur (o por qué recelar de la novísima jurisprudencia sobre retribución de administradores)», *InDret* 2/2009, mayo 2009.

SÁNCHEZ CALERO, F. (2007), *Los administradores en las sociedades de capital*, Civitas, Cizur Menor, segunda edición, 2007.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2007), «La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas (la información societaria como solución)», *Revista de Derecho de Sociedades*, 28/2007, pp. 19-58.

— (2011), «Norma y autorregulación en la configuración del régimen retributivo de los consejeros», en ALONSO LEDESMA *et al.* (dirs.), *La modernización del derecho de sociedades de capital en España, Cuestiones pendientes de reforma*, tomo I, pp. 715-746, Aranzadi-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2011.

VÁZQUEZ LEPINNETTE, T. (2010), «La retribución de los administradores en tiempos de crisis; nuevos hechos, nuevo Derecho. Especial referencia al Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 118/2010, pp. 197-216.

WALKER *et al.* (2009), *A Review of Corporate Governance in the UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations (Walker Report)*, 26-11-2009.

LAS AGENCIAS DE *RATING* EN UNA NUEVA ENCRUCIJADA

Bajo ese título, la Revista organizó, junto con el Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, con la colaboración de Thomson Reuters Lex Nova y de Bolsas y Mercados Españoles, una Jornada cuyo propósito era examinar los principales y más problemáticos aspectos de la actividad y regulación de las agencias de rating. La Jornada tuvo lugar el pasado 27 de noviembre de 2012. De su dirección se encargó el Profesor Alberto J. Tapia, contando con la coordinación de Elisa Pilar Lucas Martín.

La Jornada se celebró en el Salón de Actos «Antonio Maura» de la Bolsa de Madrid, a la que desde aquí reiteramos el agradecimiento por su hospitalidad y eficacia organizativa.

Se reproducen a continuación las intervenciones en dicha Jornada.

LA INSERCIÓN DE LAS AGENCIAS DE «RATING» EN EL INCIPIENTE GOBIERNO DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

LUIS MARÍA CAZORLA PRIETO

Catedrático de Derecho Financiero y Tributario
Secretario General y del Consejo de Bolsas y Mercados Españoles
Académico de Número de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación

Sumario

I. INTRODUCCIÓN.

II. BREVE REFERENCIA AL INCIPIENTE GOBIERNO DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA.

A) Con carácter general.

B) En la Unión Europea.

III. EL «RATING» COMO FUENTE DEL DERECHO EN SENTIDO MATERIAL.

IV. CARACTERÍSTICAS DE LA REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE «RATING» Y SU ACTIVIDAD.

V. DE LA AUTORREGULACIÓN A LA HETERORREGULACIÓN.

I. INTRODUCCIÓN

Las líneas que ahora comienzo están animadas por el propósito de ofrecer un marco general a las aportaciones más específicas que tendrán lugar a continuación dentro de la jornada de estudio organizada por la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* «Las agencias de "rating" en la nueva encrucijada».

El propósito al que respondo tiene un punto de arranque crucial, que da título a mi intervención: la inserción de las agencias de «rating» en el gobierno de la globalización financiera.

II. BREVE REFERENCIA AL INCIPIENTE GOBIERNO DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

A) Con carácter general

Nos guste o no el ritmo, los modos y la articulación concreta que vaya teniendo, va surgiendo de puntillas y con pocos y débiles hilvanes un cierto esquema del gobierno de

la globalización financiera, al que me he aproximado desde un punto de vista jurídico en varias ocasiones[1].

Dentro del incipiente gobierno de la globalización financiera desarrollan una función complementaria y auxiliar los llamados organismos reguladores[2]. La mejora en la supervisión y regulación financieras entendidas en sentido amplio ha sido una de las metas que el gobierno de la globalización financiera se ha impuesto cumplir casi de un modo obsesivo[3].

Como se lee en el Informe sobre estabilidad financiera emitido por el Consejo de Estabilidad Financiera en abril de 2009: «Dado que ni la disciplina del mercado ni la supervisión pública bastaron para evaluar y contener debidamente la acumulación de riesgos sistémicos, la mejora de la regulación y la supervisión financiera son elementos clave para la prevención de la crisis. El énfasis debe estar con la manera de detectar y mitigar el riesgo sistémico mediante una regulación mejor»[4].

Pero la necesidad del establecimiento de nuevas reglas que fortalezcan la regulación y supervisión financieras tiene que acomodarse a la complejidad, que es una característica sobresaliente del tipo de gobierno que nos centra.

Tiene que acomodarse, en primer lugar, a la existencia de varios escalones en la configuración piramidal del gobierno de la globalización financiera. En segundo lugar, a la pluralidad de interesados en una materia, la regulatoria-financiera, en la que los actores son numerosos y poderosos. En tercer lugar, a la trascendencia de la materia financiera, que es el corazón de la economía en general y que ha contribuido tanto al desencadenamiento de la crisis que nos asedia. En cuarto lugar, a la imprescindible colaboración de entidades públicas y privadas en una actividad que es de extremado interés común. Y, en quinto lugar y por sólo mencionar las vertientes más descollantes de la materia a la que aludo, debe acomodarse a la disparidad de regímenes financieros, entendiendo por tales los de seguros, los bancarios, los contables, los de auditoría, los de calificación crediticia y los relativos a los mercados de valores en general, a los que la regulación tiene que ajustarse dado su carácter pretendidamente global.

Dentro de los organismos reguladores, interesa destacar la Organización Internacional de Comisiones de Mercado de Valores (IOSCO en sigla inglesa). Esta organización tiene naturaleza pública como fruto de su composición: los organismos reguladores de los

---

(1) En mi discurso de ingreso en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación «El gobierno de la globalización financiera: una aproximación jurídica», leído el 15 de noviembre de 2010, y en el libro del mismo título, Aranzadi, Thomson Reuters, Cizur Menor (Navarra), 2010.

(2) Para detalle al respecto véase en «El gobierno de la globalización financiera…», páginas 79 y siguientes.

(3) Como se lee en el informe del Fondo Monetario Internacional «Perspectivas de la economía mundial», emitido en octubre de 2009, página XVIII: «Para retomar la senda del crecimiento sostenido es indispensable sanear el sector financiero y reformar los mercados prudenciales. La reestructuración de las actividades de las empresas financieras es vital para la normalización del crédito».

Para alejarme del plano económico financiero y situarme en el plano filosófico-político acudo a la siguiente afirmación de D. INNERARITY, «La inteligencia de la crisis económica», *Claves de la Razón Práctica*, número 198, diciembre de 2009, página 37: «Uno de los fallos que explica la actual crisis económica es la debilidad del sistema político para establecer una regulación de los riesgos potenciales ligados a la innovación financiera».

(4) Un ejemplo, entre otros muchos, de lo que apuntamos es el largo informe «Finantial regulatory reform. A new foundation: rebuilding financial supervisión and regulation», Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, Washington, 2009.

correspondientes mercados que tienen naturaleza pública en cualquiera de sus posibles configuraciones jurídicas y las funciones regulatorias que tiene atribuidas[5].

B) En la Unión Europea

El gobierno de la globalización financiera cuenta con instrumentos propios en el marco de la Unión Europea[6].

En efecto, la complejidad y la especialización que requiere la elaboración de las reglas o estándares regulatorios se suscitaron también en el ámbito comunitario.

> «En julio del año 2001, se nombró un Comité de sabios bajo la presidencia del barón Alexandre Lamfalussy para que propusiera posibles soluciones a los problemas, sobre todo en lo que se refería a los mercados de valores donde la necesidad parecía más perentoria»[7].

Sin entrar en detalles que nos alejarían en exceso del camino pretendido, la conclusión fundamental sintética del informe Lamfalussy se centró en la necesaria potenciación y ensanchamiento funcional de los organismos reguladores comunitarios[8].

A partir de ahí, y con titubeos, se fueron creando las estructuras regulatorias adecuadas: el Comité Europeo de Reguladores del Mercado de Valores (CESR), el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) y el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación (CEIOPS)[9]. Estos organismos han sido hoy sustituidos respectivamente por la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados) creada por el Reglamento (UE) núm. 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre; por la Autoridad Bancaria Europea, creada por el Reglamento (UE) núm. 1093/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre, y, por fin, por la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), creada por el Reglamento (EU) núm. 1094/2010 del Parlamento y del Consejo, de 24 de noviembre.

Pero —como manifiesta EICHEGREEN—, a pesar de estar en funcionamiento desde hace años, estos tres Comités no han evitado las lagunas en determinadas directivas (que no cubrieron de forma adecuada las actividades que no estaban incluidas en el balance) o la desigual puesta en marcha de las directivas de la Unión Europea por las autoridades nacionales[10].

---

(5) Para más detalle en «El gobierno de la globalización financiera…», páginas 93 y siguientes.

(6) Para más detalle al respecto *vid.* en «El Gobierno de la globalización financiera…», páginas 99 y siguientes.

(7) DAVIES, H. y GREEN, D., *Regulación financiera mundial*, Paidós, Barcelona, 2008, páginas 140 y 141.

(8) El informe Lamfalussy puede encontrarse completo en <www.europa.eu/comun/internal.market/eu/finances>.

(9) Sobre los trabajos de estos organismos reguladores puede consultarse a DAVIES, H. y GREEN, D, *Regulación...*, páginas 140 y 141. Una muestra de estos trabajos es la propuesta («CESR technical advice to the European Commission in the context of the MiFiD Review – equity markets») para la reforma de la Directiva sobre instrumentos financieros (MiFiD) que entró en vigor el 1 de noviembre de 2007. Los ciento tres puntos más los tres anexos de la propuesta pretenden unificar y reforzar la transparencia y alcance de la difusión de la información que se proporciona a los mercados financieros. Para más detalle se puede consultar la propuesta en <www.cesr.eu>.

(10) EICHEGREEN, B., «La crisis y el euro», en *El euro al rescate de Europa*, ya citado, página 43. Sobre la estructura, funciones y funcionamiento y régimen jurídico en general de los organismos reguladores de la Unión Europea puede recabarse amplia información en <www.cert.eu>, <www.c-ebst.org> y <www.ceiops.eu> respectivamente.

III. EL «RATING» COMO FUENTE DEL DERECHO EN SENTIDO MATERIAL

A. Dentro del marco del gobierno de la globalización financiera, el «rating» y las agencias que lo fijan han constituido fuente del Derecho en sentido material.

Tras el desencadenamiento de la crisis económica en 2008 una riada de disposiciones de distinto alcance normativo ha tenido al «rating» y sus agencias como objeto de regulación, a lo que empieza a acompañar abundante bibliografía[11].

1. En la esfera mundial citemos las numerosas reglas emanadas del IOSCO sobre la materia abordada. En particular:

- Revisión de la puesta en marcha del Código de Conducta fundamental para las agencias de crédito (A review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamental for Credit Rating Agencies, Report of the Technical Committee of IOSCO), marzo de 2009.
- International Cooperation in Oversight of Credit Rating Agencies, Report of the Technical Committee of IOSCO, marzo de 2009.
- Comentarios recibidos en la consulta pública sobre el papel de las Agencias de Calificación Crediticia en los mercados financieros estructurados (Comments Received in Relation to the Consultation Report, The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets, Report of the Technical Committee of IOSCO), mayo de 2008.
- Código de Conducta de las Agencias de Calificación de Crédito (Code of Conduct Fundamental for Credit Rating Agencies, Report of the Technical Committee of IOSCO), mayo de 2008.
- El papel de las Agencias de Calificación Crediticia en los mercados financieros estructurados (Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets – Final Report, Report of the Technical Committee of IOSCO), mayo de 2008.

También en la esfera mundial, el Consejo de Estabilidad Financiera[12] se ha ocupado de formular unos principios sobre la materia tratada que sirvan de marco general en el que

---

BERTEZZOLO, G., «The European Union facing the global arena: standard-setting bodies and Finantial regulation», *European Law Review*, volumen 34, número 2, abril 2009, páginas 274 y 275, resume con precisión la forma como se articulan estas relaciones, que han de ser cada vez más intensas por las exigencias del G-20.

La conclusión a la que llega BERTEZZOLO es clave: «El CEBS, el CSR y el CEIOPS pueden ser reputados como el principal mecanismo a través del cual los estándares globales se transforman en reglas de la Unión Europea».

(11) Destaco a TAPIA HERMIDA, A.J., *Las agencias de calificación crediticia*, Aranzadi Thomson Reuters, Cizur Menor (Navarra), 2010. También, a título de ejemplo: LÓPEZ ESCUDERO, M., «Las interminables reformas de la gobernanza económica de la zona euro», *Revista General de Derecho Europeo*, 27, 2012, páginas 1 y siguientes; ÁLVAREZ RUBIAL, G.P., «Las agencias de rating y su contribución a la seguridad financiera», Documento opinión, Instituto Español de Estudios Estratégicos, número 46/2012, 12 de junio de 2012; CACHÓN BLANCO, J.E., «Análisis jurídico del rating del mercado de valores», *Derecho de los negocios*, año 5, número 48, septiembre de 1994, La Ley, páginas 1 y siguientes; ALBA FERNÁNDEZ, M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLEL, T., «Las agencias de rating como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 120, octubre-diciembre, 2010, páginas 141 y siguientes; LOSADA LÓPEZ, R., «Regulación reciente de las agencias de rating», *Perspectivas del sistema financiero*, número 103, 2011, páginas 61 y siguientes; y PÉREZ CARRILLO, E.F. y GALLARDO OLMEDO, F., «La responsabilidad social en la elaboración y uso de las calificaciones crediticias otorgadas por las agencias de rating: luces, sombras y propuesta de mejora», *Revista del Mercado de Valores*, número 11, 2012, páginas 29 y siguientes.

(12) Sobre este organismo *vid.*, en «El gobierno de la globalización financiera …», páginas 57 y siguientes.

se inserten las iniciativas parciales y sobre aspectos concretos. El Consejo de Estabilidad Financiera, como órgano especializado del gobierno de la globalización financiera a escala mundial con funciones consultivas, de estudio y propuesta, aprobó el 27 de octubre de 2010 los «Principles for reducing reliance on credit rating agency (CRA) ratings». En esta misma línea, el Consejo de Estabilidad Financiera entregó al G-20 a primeros de noviembre de 2012 un programa de cambios normativos regulatorios para reducir la exigencia de los «ratings» e impulsar métodos de análisis alternativos; entre estos últimos, se encuentra que los bancos refuercen sus análisis de riesgos que puedan reemplazar en determinados casos a las calificaciones de las agencias.

2. En el ámbito de la Unión Europea, el «rating» y sus agencias ha sido materia de creciente interés normativo por parte de las instituciones competentes. Podemos hablar en este punto de verdadera riada normativa. Citemos:

— Reglamento (CE) 1060/2009, de 16 de septiembre, LCEur 2009\1709, que establece el régimen aplicable a las agencias de calificación crediticia.

— Reglamento Delegado (UE) 446/2012, de 21 de marzo, que Completa el Reglamento (CE) 1060/2009 (LCEur 2009/1709), del Parlamento Europeo y 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.

— Reglamento Delegado (UE) 447/2012, de 21 de marzo, que completa el Reglamento (CE) número 1060/2009 (LCEur 2009/1709), 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.

— Reglamento Delegado (UE) 448/2012, de 21 de marzo, que completa el Reglamento (CE) 1060/2009 (LCEur 2009/1709), 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.

— Reglamento Delegado (UE) 449/2012 de 21 de marzo, que completa el Reglamento (CE) 1060/2009 (LCEur 2009/1060), del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la información que debe proporcionarse para el registro y la certificación de las agencias de calificación crediticia.

— Reglamento Delegado (UE) 272/2012, de 7 de febrero, que completa el Reglamento (CE) 1060/2009 (LCEur 2009/1709), del Parlamento Europeo y del Consejo de relación con las tasas que deben pagar las agencias de calificación crediticia a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

— Decisión 2010/578/UE, de 28 de septiembre, relativa al reconocimiento del marco jurídico y de supervisión de Japón como equivalente a lo establecido en el Reglamento (CE) 1060/2009 (LCEur 2009/1709), del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia.

— Decisión 2010/342/UE, de 18 de junio, que exime al Banco de Francia de la aplicación del Reglamento (CE) 1060/2009, de 16-9-2009 (LCEur 2009/1709), sobre las agencias de calificación crediticia.

— Por último, es importante destacar en esta riada de mayor o menor fuerza normativa el Reglamento 513/2011, de 11 de mayo, que modifica el Reglamento 1060/2009, sobre agencias de calificación crediticia.

Pero aquí no acaba el proceso. La Comisión Europea en noviembre de 2011 ha presentado una propuesta de modificación de estos Reglamentos[13].

3. Como no podía ser de otra manera, el «rating» y sus agencias ha constituido fuente material del ordenamiento jurídico español. Se trata de la Ley 15/2011, de 16 de junio, que modifica determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009. Como se lee en el preámbulo de esta Ley, dada «la aprobación del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 y la inminente creación de la Autoridad Europea del Mercado de Valores, resulta necesario llevar a cabo determinados ajustes en nuestro ordenamiento jurídico que de un lado garanticen la máxima seguridad jurídica en la aplicación del Reglamento (CE) núm. 1060/2009 y de otro otorguen la misma certeza jurídica en cuantas actuaciones realice en el futuro el supervisor español del mercado de valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en cumplimiento de la normativa comunitaria y, especialmente en colaboración con la nueva Autoridad Europea».

4. De todo lo anterior se desprende que las agencias de «rating» y su actividad constituyen hoy en día una importante fuente material del Derecho o materia a partir de la cual se crean normas propiamente jurídicas.

Pero esto puede ser de modo directo o indirecto.

En el primer supuesto hay que situar toda la normativa comunitaria y su reflejo en nuestro ordenamiento jurídico que hemos mencionado en las líneas precedentes. En el segundo —como fuentes materiales del Derecho en sentido indirecto—, hemos de emplazar los principios y criterios generales que ha aprobado el Consejo de Estabilidad Financiera; en este caso no estamos ante una materia cuyo tratamiento dé lugar directamente al surgimiento de una norma jurídica, esto solo ocurre cuando los criterios o principios generales a los que me refiero son acogidos por normas jurídicas de carácter nacional o comunitario, en el caso de la Unión Europea.

Por otro lado, tiene interés recalcar que las normas jurídicas reguladoras de las agencias de «rating» y su actividad forman parte de lo que podemos empezar a llamar Derecho del gobierno de la globalización financiera, que tiene una proyección tanto nacional como internacional[14].

---

(13) Como escribe BETANCORT, A., «¿Qué hacer con las agencias de calificación?», *Expansión*, martes 23 de octubre de 2012, página 59, la pretensión formal a la que responde la proyectada reforma consiste en «debilitar el poder de las agencias sobre la base de eliminar lo que denomina como el riesgo de dependencia excesiva. Éste surge cuando los participantes acatan en demasía las calificaciones crediticias emitidas por las agencias».

(14) Para más detalle acerca de este punto puede verse, en «El gobierno de la globalización financiera…», páginas 33 y siguientes.

IV. CARACTERÍSTICAS DE LA REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE «RATING» Y SU ACTIVIDAD

A. Son características principales del proceso de regulación de las agencias de «rating» las siguientes:

Estamos ante una regulación fundamental en el intento de establecer un nuevo marco jurídico de la globalización financiera y su gobierno.

Como se lee en el preámbulo de la Ley 15/2011, de 16 de junio: «Las agencias de calificación crediticia desarrollan una función esencial en tanto que actores responsables de evaluar la solvencia de una entidad o de un instrumento financiero, parámetro fundamental para mantener la estabilidad del conjunto del sistema financiera». Remacha esta idea las siguientes afirmaciones que figuran en el preámbulo del Reglamento de la Unión Europea 1060/2009, de 16 de septiembre: «Las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel importante en los mercados de valores y en los mercados bancarios internacionales, pues los inversores, los prestatarios, los emisores y las Administraciones públicas utilizan las calificaciones crediticias que otorgan como uno de los elementos para adoptar decisiones fundadas en el ámbito de inversión y de financiación».

B. Desde el estallido de la crisis económica ha sido intensa la labor normativa y preparatoria de ella realizada en la materia que analizamos, como lo demuestra las disposiciones de todo tipo que mencionaba líneas atrás. Analicemos los rasgos principales de esta normativa.

1. En consonancia con la naturaleza polisinodial del incipiente gobierno de la globalización financiera, han intervenido en la producción normativa objeto de estudio numerosos órganos, tanto nacionales como comunitarios o internacionales.
2. También, en paralelo con lo que es característico del incipiente gobierno de la globalización financiera, en el proceso de elaboración de estas normas ha sido importante la intervención, centrada en el campo comunitario, sobre todo internacional, de los propios interesados, es decir, de las agencias de «rating».
3. Sin perjuicio de su necesaria traducción en los ordenamientos jurídicos nacionales, el proceso de elaboración de las normas concernientes al »rating» y sus agencias es internacional, como consecuencia lógica de la naturaleza y el ámbito de estas entidades.
4. Sin perjuicio de su base privada, es cada vez más marcado el interés público en la regulación de esta materia, con la consiguiente intervención de los poderes públicos en su regulación y en su vida diaria[15].
5. Como fruto de lo anterior, la regulación de las agencias de «rating» tiende a ser cada vez más objeto de publificación. Nos encontramos, pues, con una tendencia al incremento de la configuración legal de estas entidades.
6. Al hilo de todo lo cual, las entidades de «rating» y su actividad están sometidas a un régimen de supervisión pública, con tendencia a ser cada vez más reforzado.

(15) TAPIA HERMIDA, A.J., *Las agencias...*, página 111, habla de una «actividad mixta: pública y privada».

V. DE LA AUTORREGULACIÓN A LA HETERORREGULACIÓN

El régimen jurídico de las agencias de «rating» se basaba en tiempos ya superados en el predomino acentuado de la autorregulación. Hoy en día, por las muchas circunstancias someramente apuntadas líneas atrás, cabalgan con rapidez y determinación hacia la heterorregulación y publificación de parte importante de su actividad.

Llegado a este punto me parecen muy acertadas las siguientes consideraciones del profesor TAPIA HERMIDA: «La solución no consiste en negar toda fiabilidad a las calificaciones crediticias emitidas por las ACCs, entre otras razones, porque estas calificaciones resultan cada vez más necesarias en un mercado financiero crecientemente globalizado y complejo donde no ha disminuido la "presión" sobre las ACCs para emitir cada vez un mayor número de calificaciones de relevancia creciente, derivada del efecto combinado del crecimiento del número de partícipes, el uso de las calificaciones por los propios reguladores como mecanismos indirectos de control de la solvencia de los intermediarios y la innovación continuada y la expansión de los mercados de crédito. Por otro lado, la solución tampoco puede consistir en seguir confiando ciegamente en aquellas calificaciones, porque esa confianza ciega se ha mostrado —como no podía ser de otro modo— ineficiente. Por el contrario, la solución consiste en sustituir esa confianza ciega en una confianza consciente y crítica basada en una regulación de aquellas ACCs que incida en sus puntos críticos tales como los conflictos de intereses, la calidad de las calificaciones crediticias, la transparencia, la gestión interna y la supervisión de sus actividades»[(16)].

Remacha este planteamiento la realidad cada vez más indisimulable. Un reciente trabajo de HAU, LANGFIELD y MARQUÉS-IBÁÑEZ pone de manifiesto con fuerza que «las agencias asignan calificaciones más positivas a los grandes bancos y a las entidades con más probabilidades de proporcionar a la agencia de calificación negocios adicionales de calificación de valores. Estas distorsiones competitivas son económicamente importantes y ayudan a perpetuar la existencia de bancos demasiado grandes para caer. Y por otro, cuanto más utiliza un banco una agencia de calificación concreta para la calificación de sus emisiones de bonos de titulización, mayor es la recompensa de esta agencia al banco en forma de una mejor calificación crediticia. Consideramos que esto representa una clara prueba de que los conflictos de interés en el negocio de la titulización de activos ponen en peligro la calidad de las calificaciones crediticias de los bancos»[(17)].

En suma, el refuerzo de la heterorregulación es el único camino para solventar o, al menos, aliviar estas situaciones. Modificaciones normativas se avecinan, pues, en esta importante materia. Los estudios y conclusiones a los que se puede llegar en esta jornada de estudio pueden ser de gran utilidad a tal fin en vista de los intervinientes y los temas que abordan.

---

(16) TAPIA HERMIDA, A.J., *Las agencias…*, página 49.

(17) HAU, H., LANGFIELD, S. y MARQUÉS-IBÁÑEZ, D., «Bank ratings: what determines their quality?», *Working Papers Series*, Banco Central Europeo, octubre, 2012.

EL RATING COMO CONTRATO

ÍÑIGO GÓMEZ-JORDANA

Profesor de Derecho Mercantil Universidad Complutense de Madrid
Socio Allen & Overy Madrid

SUMARIO

I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES.

II. FUNCIÓN Y PROPÓSITO DE LAS AGENCIAS DE *RATING*.

1. ¿Qué hace una Agencia de *Rating*?

2. ¿Qué no hacen las Agencias de *Rating*?

3. ¿Por qué prestan este servicio las Agencias?

III. EL CONTRATO DE *RATING.*

1. Partes del Contrato.

2. Objeto del Contrato.

3. Obligaciones de las partes.

4. Daños.

Lo que sigue es una síntesis de la ponencia pronunciada con ocasión de la Jornada «Las Agencias de Rating en una Nueva Encrucijada» celebrada en la Bolsa de Madrid, el 27 de noviembre de 2012.

La Jornada se justificaba por el protagonismo que la crisis económica y financiera ha otorgado a las agencias de rating y su propósito era analizar el papel y determinados aspectos de la actuación de las agencias desde el punto de vista jurídico. Mi ponencia se limitaba a tratar los aspectos contractuales de la relación agencia de rating/cliente y para ello me propuse describir cuál es la función que éstas prestan y los elementos esenciales del contrato que delimitan la prestación de sus servicios.

I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES

Como ponente quise empezar compartiendo mi escepticismo acerca de si mi exposición serviría sirviera para cambiar la opinión que el colectivo (con carácter general) tiene de las Agencias de Rating.

Y decía esto porque sin que el influir en el cambio de opinión fuera mi propósito, el debate en torno al papel y funciones de las agencias de rating, desde distintos puntos de

vista, se ha centrado en los últimos años en torno a la búsqueda de culpables más que en la correcta comprensión de lo que es esencial en torno al papel que éstas desempeñan. En concreto: qué hacen, qué no hacen, para quién lo hacen y por qué lo hacen.

Mi propósito en la Jornada era dar respuesta o explicar de manera genérica lo anterior con el objeto de ayudar a entender, al margen de lo que el mercado crea que las agencias deben hacer, cuáles son los confines de su actuación como prestadores de un servicio que viene definido por contrato.

En mi exposición primero respondía a las anteriores preguntas para, a continuación, circunscribir la actuación de las agencias de rating dentro del contrato que regula la relación con sus clientes.

II. FUNCIÓN Y PROPÓSITO DE LAS AGENCIAS DE *RATING*

1. ¿Qué hace una Agencia de *Rating*?

Con carácter general las Agencias de *Rating* otorgan una calificación a emisores de valores y/o a valores emitidos.

A los efectos de otorgar estas calificaciones, las agencias utilizan metodologías *«propietarias»* que evalúan la capacidad crediticia de los emisores y la calidad de la deuda emitida. Estas calificaciones son publicadas a solicitud de sus clientes (previo contrato) y en algunas ocasiones por iniciativa propia.

El proceso que se sigue para obtener una calificación es bastante homogéneo, independientemente de quien sea el emisor o la deuda emitida (como es lógico existen particularidades por emisor o por emisión que diferencian el detalle de cada proceso).

No es lo mismo calificar a un emisor que calificar una emisión.

Para valorar la calidad crediticia de un emisor, las Agencias de *Rating* consideran la información de la que se puede deducir tanto la capacidad de repago (y la voluntad de repago de las obligaciones de un emisor) en su totalidad y de acuerdo con sus términos.

A los efectos de hacer esta valoración se tienen en cuenta datos financieros pero también datos no financieros; unos y otros se valoran cualitativamente en atención a las características distintivas del emisor/emisiones y cuantitativamente teniendo en cuenta el volumen de emisiones realizadas por el emisor en cuestión.

Los datos que se tienen en cuenta a los efectos anteriores incluyen, entre otros, los siguientes:

- económicos/regulatorios,
- geopolíticos,
- de gobierno corporativo,
- de entorno competitivo,
- de relaciones laborales etc.

En este proceso se involucra a personal de la entidad que es objeto de calificación.

Junto con los elementos anteriores, en la calificación de una emisión, una Agencia de *Rating* analiza, entre otras cuestiones:

- Los términos y condiciones de la emisión específica y las consideraciones de orden jurídico/legal que presenta la estructura de emisión.
- El rango que ostentan los titulares de la emisión en concreto frente a otros acreedores en supuestos de impago y particularmente en supuestos concursales.

Para una transacción típica en la que se califica una emisión las etapas del proceso de rating incluyen lo siguiente:

- Análisis del emisor, de quien por su cuenta lleve a cabo el servicio de pagos de la operación y de quien gestiona los activos de los que se obtienen ingresos para pagar a los inversores (no siempre hay distinción de entidades entre ellos).
- Revisión de las garantías de la operación. A modo de ejemplo cuando lo que se emiten son Cédulas Hipotecarias (CHs), el análisis se convierte no solamente en una revisión de la cartera de CHs sino de la Ley y el Reglamento que las regulan así como de la Ley Concursal con un detalle exhaustivo.
- Revisión de los cashflows o flujos de pagos de la operación. Por ejemplo en una titulización se consideran los flujos de pagos desde el deudor cedido hasta el bonista y los efectos de su transformación desde el punto de vista contractual y concursal en toda la cadena (deudor-acreedor/cedente-adquirente/cesionario-bonista, etc.).
- Revisión de la documentación legal de la operación.
- Formulación de la recomendación por el comité de rating correspondiente.

En el proceso anterior los analistas de la agencia de rating informan periódicamente al emisor en relación con el progreso que se produce de la revisión analítica que se lleva a cabo. En función del resultado preliminar del análisis, el emisor o estructurador (asesor financiero normalmente) de la operación podría optar por cualquiera de las siguientes opciones:

- Seguir adelante con la operación;
- Reconfigurar la estructura de garantías y solicitar opinión sobre dicha estructura alternativa;
- Optar por la cancelación de la operación.

Cualquiera de las anteriores opciones son exclusivamente decisión del emisor. La agencia de rating no formula recomendación alguna al respecto.

2. ¿Qué no hacen las Agencias de Rating?

En el proceso de análisis que se lleva a cabo para otorgar la calificación, el trabajo que se realiza es exhaustivo, pero de ninguna manera la agencia de *rating*:

- Estructura la operación objeto de calificación.
- Proporciona servicios de asesoramiento o consultoría en relación con los productos emitidos.

La Agencia de *Rating* nunca dice o prescribe a cualesquiera participantes en el proceso de emisión lo que tienen o no tienen que hacer en relación con la aplicación de que se trate.

2. ¿Por qué prestan este servicio las Agencias?

Sencillamente porque es un prestador de este tipo de servicios y cobra un precio por ello. La pregunta es pertinente porque hasta hace relativamente poco las valoraciones sobre la calidad crediticia que emiten las agencias de rating no tenían cobertura regulatoria ni eran exigidas por las autoridades de supervisión a los efectos de autorizar una emisión concreta o de valorar la calidad de los activos del balance de una entidad. Esto ha ido progresivamente cambiando sin necesariamente incorporar algunas cuestiones esenciales que se han planteado por las agencias de rating en relación con el alcance de lo que hacen, los medios de que disponía, etc. Todo ello para contrastar la errónea presunción de que actúan como asesores en la compra o subscripción de valores y como consecuencia de esto deben asumir otro tipo de responsabilidades.

III. EL CONTRATO DE *RATING*

El análisis que se lleva a cabo para otorgar la calificación se realiza con cobertura contractual. Sólo cuando se ha firmado el contrato de arrendamiento de servicios (*engagement letter* y términos particulares) empieza el trabajo. Hasta ese momento, ni el cliente ni el mercado pueden esperar nada de la agencia en cuestión.

Los elementos objetivos y subjetivos de un Contrato de este tipo incluyen lo siguiente:

1. Partes del Contrato

Emisor — Agencia de Rating.

2. Objeto del Contrato

El objeto del contrato es la realización de los trabajos o servicios necesarios para procurar el otorgamiento de la calificación crediticia. Esto no quiere decir, como antes advertíamos, que la calificación se otorgue en todo caso.

La calificación crediticia es una manifestación de opinión y no una afirmación sobre hechos concretos. Una calificación no es una recomendación para comprar, mantener o vender valores ni tampoco una valoración sobre el precio de mercado o aptitud de los valores como producto de inversión.

Las agencias de calificación no llevan a cabo auditorías de los emisores ni asumen obligaciones de diligencia debida ni de verificación independiente de la información que a los efectos de hacer su propia valoración reciben. Por todo lo anterior, esa información y opinión ofrecida por las agencias de calificación no pretende fundamentar la decisión de invertir o influir en ella.

Las Agencias de *Rating* tampoco actúan como asesor financiero y por tanto no ofrecen servicios de estructuración de ofertas de valores.

3. Obligaciones de las partes

(a) Obligaciones del emisor:

(i) Pago del precio: El precio se puede estructurar de distinta forma y manera. Al margen de los modelos alternativos del pago del precio; *Issuer Pay Model* vs *Subscription*

Pay Model, típicamente se realiza un pago por el *rating* (el llamado *rating fee*) y un anual *surveillance fee*. El *rating fee* sin embargo no presupone la obtención del *rating* y se paga independientemente de que este se otorgue o no.

(ii) Entrega de información. La obligación de entrega de información se concreta en el suministro de información a la agencia a requerimiento de ésta. El emisor se compromete a que la información entregada sea veraz e íntegra y por tanto no omita cuestiones de hecho que, de haberse suministrado, alterarían la naturaleza de la efectivamente entregada.

El incumplimiento de la obligación de entrega de la información o la entrega no completa de ésta se considera en estos contratos un incumplimiento material de la relación contractual que podría derivar en la exigencia de daños por parte de la agencia de *rating,* incluyendo aquellos que pudieran derivarse por reclamaciones de terceros como consecuencia de los *rating*s entregados.

(b) Obligaciones de la agencia de *rating*:

La obligación de la agencia de *rating* no es la emisión de un *rating* específico, ni siquiera de la emisión de *rating* alguno. Podría ocurrir que del trabajo de análisis realizado por la agencia resultara evidente que, de acuerdo con los criterios de calificaciones disponibles, el emisor o la emisión no es apto para recibir ninguno de ellos.

La agencia de *rating* no actúa como un experto ni como asegurador o colocador de valores. Por esto, los contratos expresamente excluyen la identificación de la agencia de *rating* como un experto tal y como estos pueden ser configurados en la normativa de valores correspondientes.

4. Daños

Los contratos de calificación expresamente contemplan la limitación de responsabilidad por el servicio, que, en ejecución de contrato, prestan. De esta forma, expresamente se elude cualquier responsabilidad por la exactitud, la veracidad o el carácter completo del análisis realizado.

Una previsión típicamente incluida en estos contratos es la que, bajo el epígrafe *No Third Party Beneficiaries* expresamente señala que *«ni el contrato, ni la calificación cuando esta sea emitida, pretende o puede ser concebida como la creación de un derecho a favor de terceras partes incluido aquél que recibe la calificación. Toda vez que estos contratos están sometidos al derecho inglés o del estado de Nueva York expresamente en ellos se prevé que cualquier persona que no sea parte del contrato no tendrá derecho alguno bajo el mismo de acuerdo con la Ley de Contratos (Derechos de Terceros) 1999»*.

Al hilo de la cláusula anterior advertí cómo normalmente la relación contractual con este tipo de prestador de servicios está sometida a derecho extranjero; habitualmente derecho inglés o derecho del estado de Nueva York. Las implicaciones que contratar al amparo de cualquiera de estos dos derechos pudiera tener desde el punto de vista de las entidades españolas quedaban fuera del objeto de mi ponencia.

LA SUPERVISIÓN DE LAS AGENCIAS DE *RATING* EN EUROPA

RAQUEL GARCÍA ALCUBILLA(*)

Subdirectora Gabinete Presidencia. Comisión Nacional del Mercado de Valores

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. COMPETENCIAS DE SUPERVISIÓN Y SANCIÓN DE ESMA.

A) Personas sujetas a la supervisión de ESMA.

B) Facultades de supervisión e investigación de ESMA.

C) Infracciones.

D) Procedimiento.

E) Sanciones.

III. ACTUACIONES DE SUPERVISIÓN DE ESMA.

I. INTRODUCCIÓN

La publicación en noviembre de 2009 del Reglamento 1060/2009(1) sobre agencias de calificación crediticia (Reglamento) supuso un importante paso en el control de estas agencias en Europa que, hasta entonces, habían estado operando sin una regulación específica.

El Reglamento, siguiendo los acuerdos adoptados en abril de 2009 por el G20, establecía un sistema de registro y supervisión de las agencias europeas que se articulaba a través de un complejo sistema de colegios de supervisores donde, *de facto*, podían participar todas las comisiones de valores de la Unión Europea, si bien la responsabilidad última recaía en la autoridad del país del domicilio social de la agencia de *rating*(2).

Inmediatamente después de la aprobación del Reglamento 1060/2009, comenzaron las negociaciones para realizar una primera modificación de este encaminada a centralizar el

(*) Co-autora del libro *Credit Rating Agencies on the watch list: analysis of European regulation*. Oxford University Press.

(1) Reglamento (CE) Núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

(2) GARCÍA ALCUBILLA, R./RUIZ DEL POZO, J., *Credit Rating Agencies on the watch list: analysis of European regulation*. Oxford University Press, 2012.

registro y la supervisión de las agencias en una autoridad europea[3]. La aprobación de un nuevo modelo de supervisión en la Unión Europea, el denominado Sistema Europeo de Supervisión Financiera, con la creación de tres autoridades europeas sectoriales (una para valores, otra para banca y otra para seguros), permitió otorgar las competencias de registro y supervisión de las agencias de *rating* a la Autoridad Europea de Valores y Mercados[4] (ESMA en sus siglas en inglés).

Consecuentemente, el Reglamento 513/2011[5] introdujo importantes cambios para otorgar a la nueva autoridad las competencias necesarias para controlar a las agencias de *rating*. Entre las funciones más relevantes están el registro de las agencias a partir del 1 de julio de 2011, la posibilidad de proponer normas técnicas de ejecución y de emitir de guías y recomendaciones, la capacidad para cobrar tasas por el registro y la supervisión de las agencias, la posibilidad de establecer acuerdos de cooperación con otras autoridades de fuera de Unión Europea y la capacidad de supervisar y sancionar a las agencias.

Este último aspecto, la decisión de centralizar la supervisión y sanción de las agencias en ESMA, fue una decisión sin precedentes en el sector financiero europeo que no estuvo exenta de discusiones. En concreto, durante el proceso legislativo se debatieron fundamentalmente dos cuestiones que han dejado huella en el texto.

El primer gran debate se centró en si ESMA debía supervisar todas las agencias registradas en la Unión Europea o únicamente aquellas de ámbito pan-europeo. Actualmente existen treinta y dos agencias registradas en Europa[6], quince de las cuales son agencias de ámbito nacional que operan exclusivamente en un país determinado y cuyos ratings se utilizan fundamentalmente por clientes locales. Por lo tanto, si bien el mercado europeo está claramente copado por las tres grandes agencias internacionales (Fitch Ratings, Moody's y Standard&Poor's), el debate tenía en cuenta que una parte importante de las agencias europeas tenía un carácter claramente local y que era previsible que a medio plazo surgieran más agencias de pequeño tamaño.

Algunos argumentaban que ESMA no debía supervisar a las agencias locales y que debía centrar sus recursos en la supervisión de las agencias que operasen en varios países comunitarios. Esta posición partía del principio de subsidiariedad que rige la lógica comunitaria y del convencimiento de que las autoridades nacionales estaban en mejor disposición para controlar a las agencias locales por haber participado en su registro y por el mejor conocimiento del mercado en el que operan.

Finalmente, en los debates legislativos se impuso la opción europeísta y se otorgaron a ESMA competencias sobre todas las agencias registradas en Europa. Ahora bien, teniendo

---

(3) En diciembre de 2012 se llegó a un texto de compromiso entre los legisladores europeos para modificar nuevamente el Reglamento sobre agencias de *rating*, que el pleno del Parlamento Europeo aprobó formalmente el 16 de enero de 2013. Estas modificaciones, que van fundamentalmente encaminadas a reducir la excesiva dependencia en los ratings y a reforzar los requisitos para la emisión de las calificaciones de productos estructurados y de deuda soberana, no introducen cambios relevantes en el esquema de supervisión.

(4) Reglamento (UE) núm. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión núm. 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión.

(5) Reglamento (UE) núm. 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

(6) La lista de agencias registradas está disponible en la página web de ESMA (<www.esma.europa.eu>).

en cuenta las ventajas de una supervisión más cercana, se incluyeron en el texto numerosas referencias a las obligaciones de las autoridades nacionales.

En concreto, el Reglamento[7] establece que las autoridades competentes tienen la obligación de comunicar cualquier información relevante, particularmente posibles incumplimientos de la normativa, y asistir y cooperar con ESMA. Además, se recoge la posibilidad de que ESMA delegue en una autoridad nacional tareas de supervisión específicas, por ejemplo cuando se requieran conocimientos y experiencia con respecto a las condiciones locales. Entre el tipo de tareas que se pueden delegar el Reglamento recoge específicamente la realización de tareas de investigación e inspecciones *in situ* y prohíbe expresamente que se deleguen las decisiones de registro.

El segundo gran debate durante el proceso legislativo europeo para modificar el Reglamento se centró en el alcance de las potestades sancionadoras de ESMA. En este sentido, la propuesta de la Comisión Europea[8] dejaba en manos de ESMA la supervisión e investigación de las agencias y, por tanto, la determinación de si había existido un incumplimiento de la normativa, pero reservaba para la propia Comisión la capacidad de imponer las sanciones. La Comisión Europea argumentaba, con base en la jurisprudencia del Tribunal Europeo de Justicia en el denominado «Caso Meroni»[9], que no era posible delegar esta capacidad en ESMA.

Durante las negociaciones en el Consejo y en el Parlamento, tras largos debates, se decidió otorgar la capacidad sancionadora a ESMA, pero esto exigió establecer limitaciones estrictas a la capacidad de ESMA con el objeto de restringir al máximo el margen de discrecionalidad de la autoridad europea.

II. COMPETENCIAS DE SUPERVISIÓN Y SANCIÓN DE ESMA

Con el objeto de dar una idea resumida de cuáles son las competencias y funciones de ESMA en relación con la supervisión y sanción de las agencias de *rating*, a continuación se analizan brevemente los aspectos más destacados del texto normativo.

A) Personas sujetas a la supervisión de ESMA

Un aspecto clave de la estructura de supervisión es la delimitación del ámbito de aplicación de las potestades de ESMA. Con el fin de que ESMA pueda desempeñar eficazmente su función de supervisión, el Reglamento le otorga poderes sobre un elenco amplio de personas, más allá de las agencias de *rating*. Por lo tanto, ESMA está también facultada para requerir información a las personas implicadas en actividades de *rating* (analistas y miembros del comité de ratings), a las entidades calificadas y terceros vinculados con ellas, a aquellos terceros a los que las agencias hayan subcontratado funciones operativas y a

(7) *Vid.* considerando 15 y artículos 26, 27 y 30 del Reglamento.

(8) Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia COM(2010) 289 final – 2010/0160 (COD).

(9) Caso 9/56 Meroni [1958] ECR 133.

aquellas personas que, de diversa manera, guarden una relación estrecha y sustancial con esas agencias o las actividades de *rating*. En este último grupo se incluyen, por ejemplo, el personal de una agencia que no esté implicado directamente en actividades de calificación pero que por la función que desempeña pueda disponer de información relevante sobre un determinado asunto y, también, las empresas que hayan prestado servicios a las agencias.

Por su parte, las empresas que utilizan los ratings, los usuarios de las calificaciones[10], no están sometidas a la supervisión de ESMA. Son las autoridades nacionales designadas con arreglo a la legislación sectorial pertinente las encargadas de supervisar a estas entidades de conformidad con la normativa sectorial[11]. Para estas personas, la normativa nacional debe establecer medidas sancionadoras. Por lo tanto, ESMA no se encarga de la supervisión de los usuarios de los ratings y si les solicita información no estarán obligadas a proporcionarla pero, en caso de hacerlo, ésta no debe ser incorrecta ni engañosa.

B) Facultades de supervisión e investigación de ESMA

El Reglamento comunitario no introduce grandes novedades respecto a las facultades de supervisión e investigación de ESMA. Básicamente, se limita a replicar el sistema de poderes que tienen la mayoría de los supervisores de valores para el control de las entidades que operan en los mercados de valores.

En concreto, el Reglamento identifica tres tipos de actividades encaminadas a verificar si existe algún incumplimiento de las normas sustantivas de la regulación.

En primer lugar, ESMA está capacitada para *requerir información y documentación*[12]. Esta petición puede hacerse de manera más o menos formal. El Reglamento detalla el contenido del requerimiento de información que debe proporcionar claridad acerca de los motivos y la base legal para solicitar dicha información. Además, en el caso de que la petición se articule formalmente, el Reglamento requiere que ESMA indique en la petición de información las posibles sanciones por no recibir contestación en el plazo previsto o recibir una respuesta incorrecta o incompleta.

Además, dentro de la *facultad de investigación general*[13], ESMA puede realizar todas las actuaciones imprescindibles para recabar los datos necesarios para su investigación. El Reglamento menciona específicamente las siguientes facultades:

— Examinar y obtener copias certificadas de todos los registros, datos, procedimientos, documentación o cualquier otro material pertinente, con independencia del medio utilizado para almacenarlo.

— Convocar a las personas sujetas a supervisión (o a sus representantes o miembros de su personal) para que den explicaciones orales o escritas sobre los hechos o documentos que guarden relación con el propósito de la inspección.

---

(10) Las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros de vida, las empresas de seguros no de vida, las empresas de reaseguros, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, los fondos de pensiones de empleo y los fondos de inversión alternativos.

(11) Considerando 9 y artículo 25 bis del Reglamento.

(12) Artículo 23 ter del Reglamento.

(13) Artículo 23 quater del Reglamento.

— Entrevistar a cualquier persona física o jurídica a fin de recabar información relacionada con el objeto de una investigación.

— Requerir una relación de comunicaciones telefónicas y tráfico de datos (nombres, datos de llamadas). Este es un tema delicado ya que en determinados países puede requerir autorización judicial previa que, en su caso, ESMA deberá solicitar.

Para poder realizar estas actuaciones es necesario que el personal de ESMA prepare un escrito donde se especifique el objeto y el propósito de la investigación y las posibles multas coercitivas que puedan derivarse de estas actuaciones.

Por último, cuando sea necesario y sin necesidad de previo aviso (si así lo requiere la eficacia de las inspecciones) ESMA puede llevar a cabo *inspecciones in situ*(14). Esto supone que ESMA puede inspeccionar los locales de uso profesional de las personas sujetas a supervisión y, en su caso, precintar dichos los locales y los libros o registros profesionales durante el tiempo necesario para la inspección. Para estos supuestos, también es necesario que el personal de ESMA tenga un mandato escrito con el objeto de la investigación.

En el caso de que la persona supervisada no facilite el acceso a ESMA a sus locales, el Reglamento establece que la autoridad nacional del lugar donde esté el local debe proporcionar la ayuda necesaria a ESMA, tramitando incluso la petición de apoyo por parte de la policía o un permiso judicial, si es requerido por la legislación nacional.

C) Infracciones

Las facultades de ESMA van encaminadas a determinar si ha existido una infracción de la normativa. Las discusiones durante el proceso legislativo europeo acerca de la posibilidad de que ESMA tuviera capacidad sancionadora llevaron a establecer en el texto una tipificación exagerada de las infracciones. La argumentación dada por la Comisión Europea, con base en la jurisprudencia del «Caso Meroni», llevó a detallar todos y cada uno de los posibles incumplimientos que podían darse de la normativa. Dado que la interpretación de esta jurisprudencia requería la imposición cuasi-automática de las multas, era necesario describir de manera precisa todas las infracciones posibles para limitar el grado de discrecionalidad de ESMA.

En consecuencia, el anexo III del Reglamento enumera setenta y tres posibles infracciones que describen de manera acotada los posibles incumplimientos. Las infracciones se dividen en tres categorías: cincuenta y cuatro infracciones relativas a conflictos de interés y requisitos organizativos y de funcionamiento, ocho incumplimientos relacionados con obstáculos a la actividad de supervisión y once infracciones en relación con las obligaciones de transparencia.

D) Procedimiento

El Reglamento describe también muy detalladamente cuál es el procedimiento que debe seguir ESMA para imponer una sanción. Se trata de un proceso muy garantista que observa los principios reconocidos en la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión

(14) Artículo 23 quinquies del Reglamento.

Europea y pretende asegurar un elevado nivel de seguridad jurídica para todos los afectados por una investigación.

Para ello, el artículo 23 sexies establece las normas del procedimiento, que parte con la designación de un oficial de investigación, que es una persona que no haya participado en la supervisión de la agencia. Este experto será el encargado de realizar la investigación detallada y de presentar una propuesta a la Junta de Supervisores de ESMA, que es quien toma la decisión sobre las sanciones[15]. Durante todo el proceso, tanto a nivel del oficial de investigación como de la Junta de Supervisores, la entidad investigada tiene derecho a ser oída, a acceder al expediente y presentar la documentación que considere conveniente. Las decisiones de la Junta de Supervisores son apelables ante un órgano, de reciente creación, denominado Sala de Recurso[16], que tiene una naturaleza «arbitral» y puede suspender y revisar las decisiones de la Junta de ESMA. En última instancia, las decisiones de la Sala de Recurso pueden ser recurridas ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

E) Sanciones

La normativa recoge dos tipos de medidas que ESMA puede imponer en caso de que concluya, después de las investigaciones, que se ha producido alguna de las setenta y tres infracciones tipificadas.

En primer lugar, el artículo 24 del Reglamento enumera las *medidas de supervisión*, que consisten en proceder a la baja registral de la agencias, prohibir temporalmente la emisión de ratings por la entidad infractora, suspender el uso con fines reglamentarios de los ratings de esa agencia, exigir a la agencia que ponga fin a la infracción y publicar avisos informando al mercado de la infracción cometida.

Para evitar que la imposición de estas medidas tenga un impacto negativo en los usuarios de los ratings, el Reglamento recoge unos periodos transitorios durante los cuales se pueden seguir usando los ratings con fines reglamentarios (que son los previstos en legislación sectorial). Así, cuando existan calificaciones de otras agencias sobre los productos financieros afectados, el plazo para que tenga efecto la medida de supervisión es de diez días. Si no hay ratings emitidos por otras agencias, entonces se pueden seguir usando los ratings durante tres meses, ampliable por otros tres meses en circunstancias muy excepcionales relacionadas con una posible perturbación del mercado o inestabilidad financiera.

Adicionalmente a estas medidas de supervisión, ESMA puede también imponer multas cuando considere que una agencia ha cometido con dolo o culpa una infracción de la normativa[17].

---

(15) La Junta de Supervisores es el máximo órgano de decisión en ESMA donde están representadas las comisiones de valores de los 27 países miembros de la Unión Europea al más alto nivel (normalmente, Presidente o Vicepresidente).

(16) La Sala de Recursos es un órgano común para las tres autoridades europeas (ESMA, EBA y EIOPA), independiente de sus estructuras administrativas y reglamentarias, establecido por el regulado por el Reglamento (UE) núm. 1095/2010.

(17) ESMA puede imponer también multas coercitivas de carácter diario con el fin de que una agencia ponga fin a una infracción o que una agencia u otra persona facilite información (artículo 36 ter del Reglamento).

El Reglamento pretende reducir el margen de discrecionalidad de ESMA al máximo estableciendo un sistema bastante complejo que acota mucho el rango de cuantías que finalmente puede imponer ESMA.

Para cada una de las infracciones incluidas en el anexo III del Reglamento se establece un rango, con un importe máximo y otro mínimo. Los rangos empiezan en 10.000 euros y terminan en 750.000 euros.

Partiendo de este rango, se realizan dos adaptaciones. Hay un primer ajuste que tiene en cuenta la cifra de negocios de la agencia. Así, el importe de la multa estará en el rango alto cuando la cifra de negocios es superior a cincuenta millones de euros, en el medio si está entre cincuenta y diez millones, o en el bajo si es inferior a diez millones. A continuación, se realiza un segundo ajuste teniendo en cuenta los factores agravantes o atenuantes que están también listados en el anexo IV del Reglamento. Para cada factor, el Reglamento establece unos multiplicadores que son superiores a uno para factores agravantes e inferiores a uno para factores mitigantes. Estos multiplicadores se aplican al importe obtenido del primer ajuste y así se determina la cuantía exacta de la multa. Por último, existe un límite adicional impuesto por el Reglamento que establece que en ningún caso la multa puede exceder del 20% de la cifra de negocios de la agencia.

Para establecer con más detalle todo este proceso, en octubre de 2012 se publicó el Reglamento Delegado (UE) núm. 946/2012 de la Comisión Europea que establece las normas de procedimiento en relación con las multas que imponga ESMA, incluidas las normas relativas a los derechos de defensa y los plazos de prescripción.

III. ACTUACIONES DE SUPERVISIÓN DE ESMA

ESMA comenzó su labor de supervisión en el momento en que se registraron las tres agencias principales[(18)], a finales de octubre de 2011. Las investigaciones preliminares tenían como objetivo analizar la medida en que los nuevos requisitos requeridos por la normativa, y revisados formalmente durante el proceso de registro, se habían implementado en la práctica por las agencias.

Las inspecciones se centraron en los tres grandes grupos por su impacto en el mercado europeo y se hicieron tomando una muestra de calificaciones emitidas entre el 1 de noviembre de 2010 y el 31 de octubre de 2011 sobre bancos, bonos de titulización y deuda pública, por ser los productos de mayor relevancia en el momento.

Durante el mes de noviembre de 2011 se enviaron requerimientos de información para obtener datos sobre la aplicación práctica de los requisitos del Reglamento, y durante el mes de diciembre se realizaron inspecciones *in situ* en las oficinas de las agencias, que fundamentalmente consistieron en entrevistas a todos los niveles de responsabilidad (analistas, managers, consejeros, etc.).

Con la información recabada se elaboraron unas cartas individuales y confidenciales que se enviaron a cada una de las agencias analizadas señalando las áreas de posibles mejoras.

(18) El proceso de registro de las grandes agencias se realizó por los colegios de supervisores citados al comienzo de este artículo.

En marzo de 2012 se publicó en la página web de ESMA[19] un informe[20] resumiendo las principales conclusiones extraídas de las revisiones de las tres agencias. El informe destaca ciertas deficiencias en las actuaciones de las tres agencias y la necesidad de realizar mejoras en cinco áreas.

En primer lugar, ESMA recomienda mejorar el registro documental relativo a los procesos internos básicos, en particular en lo referente a las actuaciones de los comités de *rating*. Por ejemplo, durante las investigaciones se identificó que no siempre había un registro sistemático y claro de los resultados de las votaciones en los comités de *rating* ni de los motivos por los que el comité había decidido seguir o no la propuesta del analista. Además, se detectó que en ocasiones los documentos para los miembros de los comités de *rating* se enviaban con poco tiempo, lo que, en opinión de ESMA, podía dificultar el análisis detallado con carácter previo a la adopción de decisiones.

En segundo lugar, ESMA considera necesario que las agencias supervisen la adecuación de los recursos, en términos de número de empleados y experiencia, destinados a las líneas de negocio analíticas. En particular, ESMA advierte que los recursos deben ajustarse a las tendencias del mercado y a la complejidad de los productos calificados.

En tercer lugar, ESMA recomienda a las agencias que se aseguren de que sus funciones de control interno actúan adecuadamente. En este sentido se considera conveniente reforzar el papel de los consejeros independientes y su interacción con las funciones de control.

En cuarto lugar, el informe concluye que hay que mejorar la transparencia en las metodologías de los ratings y en la forma de presentación y publicación de estos. En este sentido, se debe perseguir que la divulgación de las metodologías sea completa e integral, y en la medida de lo posible que todos los criterios pertinentes se compilen en un único documento.

Por último, ESMA destaca la relevancia de los sistemas informáticos en el buen funcionamiento de las agencias. Por ello, es importante que las agencias inviertan recursos suficientes, destacando la necesidad de que haya controles adecuados relacionados con la divulgación de los ratings en la página web.

Tras la publicación de este informe inicial, ESMA ha continuado con su tarea de supervisión. Por un lado, ha realizado un importante esfuerzo por firmar acuerdos de colaboración con supervisores de otros países[21] para así poder cooperar en el control de las agencias a nivel más global. Adicionalmente, ha comenzado diversas supervisiones que todavía no han concluido y que, por el momento, son confidenciales.

ESMA, en su tarea de control, al igual que gran parte de los supervisores de valores, está siguiendo un modelo de supervisión basado en riesgo. Para ello se prepara una «matriz de riesgo» que permite calificar los conceptos en nivel de riesgo bajo, medio o alto. Esto se hace teniendo en cuenta la relevancia de una serie de factores como el tipo de producto, la importancia los requisitos regulatorios y el impacto de la agencia en los mercados.

---

(19) <http://<www.esma.europa.eu/>.

(20) ESMA's Report on the Supervision of Credit *Rating* Agencies (Ref. ESMA/2012/207).

(21) *Memorandums of Understanding (MOUs)* con las autoridades competentes de Argentina, Australia, Canadá, Estados Unidos, Japón y Singapur publicados en la web de ESMA.

Partiendo de esta matriz, se aprueba un plan anual de supervisión con un programa de trabajo concreto. Este plan establece las inspecciones que se van a realizar, los temas y las agencias donde se van a centrar los recursos y los plazos estimados para las investigaciones.

El 23 de enero de 2013 ESMA publicó en su página web un documento que resume los aspectos esenciales de su plan de supervisión de las agencias para el año 2013. En este documento ESMA señala que pretende realizar una supervisión preventiva que anticipe los riesgos antes de que se materialicen, y resalta su intención de dar más transparencia a sus actuaciones de supervisión, publicando informes con los resultados de sus revisiones.

Adicionalmente, el documento señala cuáles van a ser las actividades de supervisión que va a realizar ESMA durante este año. De manera permanente pretende establecer contactos regulares con las agencias de mayor riesgo por su impacto, fijando reuniones con el personal más relevante de estas. Además, tiene previsto realizar trece inspecciones *in situ* de agencias pequeñas y medianas para verificar básicamente que sus funciones de cumplimiento y de control interno cumplen con los requisitos legales. Finalmente, ESMA opta por profundizar en la investigación de dos de las áreas ya identificadas en su informe de 2012, los ratings de los bonos de titulización y de la deuda pública, por ser los productos donde la volatilidad de las calificaciones ha sido mayor.

Para realizar la supervisión, como es habitual en todos los supervisores de valores, ESMA está utiliza la información que las agencias remitieron en el momento del registro, la que tienen que enviar o publicar de manera periódica, los datos que obtiene de analizar el mercado y las quejas que recibe de los emisores o de los usuarios de los ratings. Adicionalmente, ESMA ha intensificado, e intensificará aún más, la cooperación con las autoridades competentes nacionales, que ayudan a identificar situaciones de riesgos, y con las autoridades de fuera de la Unión Europea que colaboran en las investigaciones cuando hay efectos transeuropeos.

Se podría concluir que este primer año de supervisión ha sido un período de aprendizaje para ESMA. Las dificultades en esta fase inicial son obvias: la regulación aplicable es nueva, el sector nunca había estado sujeto a legislación y ESMA ha tenido que constituir en poco tiempo el equipo que se encarga de la supervisión. En este nuevo ejercicio ESMA debería consolidar esta labor, intensificando sus actuaciones y completando el personal adscrito al departamento de agencias de *rating*.

LOS *RATING* DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA

MARÍA JOSÉ SÁNCHEZ-ANDRADE FERNÁNDEZ

Abogada del Estado en la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. EFECTOS DEL *RATING* EN LA DEUDA PÚBLICA.

III. PROBLEMAS DETECTADOS EN LA CALIFICACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA.

1. El carácter procíclico de las calificaciones crediticias.

2. Falta de transparencia.

3. Fecha en la que se publican las calificaciones.

IV. NORMATIVA EUROPEA SOBRE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA.

1. Objetivos de la nueva regulación.

2. Análisis de la normativa europea.

V. ANÁLISIS DEL DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO, DE 2 DE ABRIL DE 2012, EN CUANTO A LAS CALIFICACIONES DE LA DEUDA SOBERANA.

VI. REFERENCIA A LA CALIFICACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA ESPAÑOLA.

CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera global en la que llevamos inmersos desde el verano de 2007 ha puesto de manifiesto la insuficiencia de la regulación existente sobre las agencias de *rating*. Esta insuficiencia es especialmente significativa en cuanto a los requisitos que se exigen a dichas agencias a la hora de clasificar la deuda pública.

La crisis de la deuda soberana europea ha sorprendido a los mercados, que hasta 2009 apenas discriminaban la calidad crediticia de los estados participantes.

Por otro lado, las decisiones de calificación adoptadas por las agencias de *rating* han contribuido a deteriorar la estabilidad de las deudas soberanas, puesto que éstas han actuado de forma procíclica.

Además, la actual crisis financiera ha incrementado la importancia de la calificación crediticia de la deuda soberana, ya que ha aumentado la necesidad de los Estados de buscar financiación en los mercados internacionales. Esta crisis también ha dado lugar a una mayor interdependencia entre los distintos mercados, de tal manera que el cambio de *rating* de un Estado de la zona euro puede producir efectos contagiosos en otros países. Esto se debe a que, normalmente, los bonos de un gobierno están en manos de inversores de algún otro país de la Unión. Como los bancos suelen ser los principales inversores en bonos domésticos, una crisis soberana puede degenerar también en crisis del sector bancario.

Por todo ello, la doctrina se plantea si esos cambios de calificación crediticia están suficientemente justificados, y si las agencias han actuado con la transparencia que se requiere.

II. EFECTOS DEL *RATING* EN LA DEUDA PÚBLICA

El *rating* de la deuda pública tiene los siguientes efectos o consecuencias:

1. En primer lugar, el *rating* de la deuda pública va a determinar el coste de financiación del dinero que se tiene que tomar prestado por parte de los Estados, ya que una rebaja del *rating* se traduce automáticamente en un aumento de los intereses que se tienen que pagar.
2. En segundo lugar, el *rating* de la deuda también afecta a la posibilidad de encontrar financiación externa por parte de las entidades financieras en general, ya que el *rating* de un Estado influye directamente en el *rating* que se otorga a las principales compañías instaladas en dicho Estado.

   Así, por ejemplo, la rebaja del *rating* de Portugal por Moody's el 6 de julio de 2011 fue acompañada por una bajada del *rating* de cuatro de las grandes entidades financieras portuguesas al día siguiente.

   Lo mismo ocurrió en Italia cuando Standard & Poor's rebajó su *rating* el 20 de septiembre de 2011 y Moody's lo hizo el 4 de octubre del mismo año. Unos días más tarde algunas de las mayores entidades financieras, y no financieras, italianas también vieron cómo se bajaba su *rating*.
3. Finalmente, el *rating* de la deuda pública también tiene un efecto contagioso en otros países vinculados a la economía del Estado, cuya calificación se ha visto alterada.

III. PROBLEMAS DETECTADOS EN LA CALIFICACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

1. El carácter procíclico de las calificaciones crediticias

Las últimas calificaciones crediticias de la deuda pública han puesto de manifiesto el alto grado de subjetividad que existe por parte de las agencias de *rating* a la hora de efectuar su calificación, llegándose a hablar incluso de «*arbitrariedad*». Esta subjetividad se revela ante los *rating* distintos que se dan por las agencias.

Si observamos los *rating* que se otorgaban en el período comprendido entre 1995 y 2007, vemos que éstos eran mucho más altos que los que se conceden a partir del estallido

de la crisis. En períodos de prosperidad facilitaron con sus calificaciones la expansión del crédito barato, alimentando la burbuja inmobiliaria y financiera. En tiempos depresivos ahondan en la depreciación de activos y dificultan su recuperación.

Por supuesto, los cambios de calificación obedecen, en parte, a razones objetivas, pero también es cierto que las agencias de *rating* fueron duramente criticadas por no haber avisado de la crisis. Estas críticas han dado lugar a un cambio radical de actitud por parte de las agencias de calificación crediticia, que en la actualidad, para cubrir su riesgo reputacional, y en un contexto de crisis económica, otorgan unas calificaciones más bajas de las que serían esperables, de acuerdo con unos parámetros objetivos.

Es por ello por lo que se ha llegado a decir que las agencias de *rating* distorsionan la percepción del mercado por el carácter procíclico de sus calificaciones.

2. Falta de transparencia

Otro problema que debe resaltarse en cuanto al *rating* de la deuda pública es el de la falta de transparencia. Las autoridades no siempre tienen información suficiente sobre los datos y la metodología utilizados por las agencias de *rating*.

3. Fecha en la que se publican las calificaciones

También es importante la fecha en la que se dan a conocer los resultados de las calificaciones. Hoy en día estos resultados se publican cuando los mercados están abiertos, lo que aumenta de forma considerable la volatilidad de estos.

IV. NORMATIVA EUROPEA SOBRE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. Objetivos de la nueva regulación

A la vista de los problemas expuestos, los objetivos de la nueva regulación de las agencias de *rating* en relación con la deuda pública podrían resumirse en los siguientes puntos:

— Necesidad de limitar los efectos colaterales derivados del *rating* de la deuda pública.

— Mejorar la transparencia en la metodología utilizada por las agencias de *rating*.

— Establecer que las publicaciones del *rating* tienen que hacerse con más frecuencia, y cuando los mercados estén cerrados.

Para conseguir estos objetivos se han propuesto distintas medidas:

1. Exigir a las agencias de *rating* que publiquen un informe detallado en cuanto a los datos en los que se han basado para calificar la deuda soberana, y que identifiquen también a las personas que han utilizado para realizar tal calificación.

El cumplimiento de este requisito haría que los inversores tuvieran más información para formar su propio criterio, lo que reduciría la capacidad de las agencias de *rating* para poder distorsionar el mercado.

2. Exigir a las agencias de *rating* que publiquen el *rating* de la deuda pública cuando los mercados estén cerrados, lo que fomentaría su estabilidad, pues los inversores tendrían tiempo de reaccionar ante los cambios de *rating*.

3. Exigir a las agencias de *rating* que realicen con mayor frecuencia sus calificaciones.

Se podría exigir, por ejemplo, que lo hiciesen cada seis meses. De esta manera, (1) se evitaría que las agencias reaccionasen demasiado tarde ante nuevos acontecimientos y (2) disminuiría el riesgo de contagio.

4. Aumentar los poderes de la ESMA para fiscalizar las metodologías de las agencias de *rating*.

Una de las opciones que se barajan es exigir la utilización de una nueva metodología por una agencia de *rating* requiera autorización previa de la ESMA. Con ello también se aumentaría la transparencia y calidad de los informes de las agencias de *rating*.

5. Conceder a la ESMA el poder para prohibir temporalmente los ratings de la deuda pública (por ejemplo, cuando un Estado ha pedido un rescate y todavía no se conocen los detalles de este).

Esta medida evitaría el riesgo de contagio y las caídas del *rating*, quizá no justificadas, ante la incertidumbre de cuál será la situación de la economía de ese Estado después del rescate, pero puede plantear dudas en cuanto a la libertad de las agencias de *rating* para emitir opinión.

En cualquier caso, para adoptar esta medida será necesario que exista una proporcionalidad entre la prohibición y el fin perseguido.

6. Crear una agencia independiente que califique la deuda pública. Esta agencia europea prestaría todo tipo de servicios de *rating*, o bien podría decidirse que sólo calificaría deuda pública.

7. Prohibir el *rating* de la deuda pública. Los inversores adoptarían su decisión de invertir o no en deuda pública utilizando su propio criterio.

El problema serían los pequeños inversores, que quizá no disponen de medios para formar su propio criterio. Además, esta medida no se sabe cómo afectaría a los *unsolicited ratings*.

Otro inconveniente es que esta medida podría atentar a la libertad de empresa proclamada en el artículo 16 de la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea.

2. Análisis de la normativa europea

1. Reglamento (CE) núm. 1060/2009, de 16 de septiembre, sobre las Agencias de Calificación Crediticia. Propuesta de modificación.

El Reglamento núm. 1060/2009, que entró plenamente en vigor el 7 de diciembre de 2010, exige a las agencias de calificación el cumplimiento de unas normas estrictas para mitigar los posibles conflictos de intereses y garantizar la calidad y transparencia en el proceso de calificación. Las agencias de calificación debían solicitar su registro y cumplir los requisitos del Reglamento, a más tardar, el 7 de septiembre de 2010.

El 1 de junio de 2011 entró en vigor la modificación del Reglamento de las agencias de calificación crediticia, en virtud del cual se otorga a la Autoridad Europea de Valores y Mercados la supervisión exclusiva de las agencias de calificación registradas en la Unión Europea.

Aunque el citado Reglamento establece las bases para la regulación de las agencias de calificación crediticia, en él no se aborda, entre otros aspectos, la regulación específica de las particularidades de las calificaciones soberanas.

El 8 de junio de 2011, el Parlamento Europeo publica una *Resolución* no legislativa sobre las agencias de calificación crediticia. El Parlamento, en esta Resolución, apoya, entre otras cosas, *el refuerzo de los requisitos de información sobre las calificaciones soberanas*.

Además, *la Comisión Europea llevó a cabo una consulta pública entre el 5 de noviembre de 2010 y el 7 de enero de 2011* para subsanar los problemas detectados en cuanto a las agencias de *rating*. Tras esta consulta se puso de manifiesto que existe un nivel insuficiente de objetividad, exhaustividad y transparencia en el proceso de calificación de la solvencia de un país. Ello, sumado al uso excesivo de calificaciones externas a efectos de la gestión interna del riesgo por parte de los inversores, da lugar a que las variaciones de las calificaciones soberanas tengan efectos de «contagio».

Todos estos hechos hacen que exista una propuesta para modificar el Reglamento núm. 1060/2009, cuyos objetivos primordiales sean los de reducir los riesgos para la estabilidad financiera y restaurar la confianza de los inversiones y otros agentes en los mercados financieros y en la calidad de las calificaciones.

Con la modificación del Reglamento 1060/2009 se busca, entre otras cosas, mitigar los riesgos del efecto contagio relacionado con las variaciones de las calificaciones soberanas y mejorar la calidad de las calificaciones soberanas reforzando la independencia de las agencias, fomentando el uso de procesos y métodos de calificación sólidos.

En concreto, respecto a las calificaciones soberanas, las modificaciones que se proponen en el nuevo Reglamento son las siguientes:

— Que las agencias de calificación evalúen más frecuentemente las calificaciones soberanas (cada seis meses, en lugar de cada doce).

— Que las agencias de calificación crediticia publiquen un informe de investigación completo cuando emitan o modifiquen calificaciones soberanas, con el fin de mejorar la transparencia. Además, se exige que las calificaciones se publiquen tras el cierre de los centros de negociación de la Unión Europea y, al menos, una hora antes de su apertura.

— Que se refuercen los requisitos de transparencia, ya que las agencias tienen que reflejar la asignación de personal a la calificación de los diferentes activos.

El Reglamento descarta la idea de crear una agencia europea de calificación crediticia, porque, aunque podría aportar ventajas respecto al modelo «el emisor paga», también presenta algunos problemas, como los conflictos de intereses y la credibilidad, especialmente respecto a la deuda soberana.

Un tema que no se aborda en el nuevo Reglamento es el de la rotación de las agencias de *rating*. La rotación, no cabe duda, que fomenta la independencia de las agencias de

calificación crediticia, aunque debe evitarse que esta lleve aparejada una disminución de la calidad de los informes de *rating*, al dar entrada a agencias que carecen de experiencia suficiente a la hora de calificar la deuda soberana.

Aparte de la propuesta de Reglamento para modificar el Reglamento 1060/2009, también tenemos que citar:

El Reglamento Delegado 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 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.

El Reglamento Delegado 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.

Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias.

V. ANÁLISIS DEL DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO, DE 2 DE ABRIL DE 2012, EN CUANTO A LAS CALIFICACIONES DE LA DEUDA SOBERANA

El 13 de diciembre de 2011, el Banco Central Europeo recibió del Consejo de la Unión Europea una solicitud de dictamen a fin de que se pronunciase en cuanto a la propuesta de reglamento por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia, y el 21 de diciembre de 2011 una segunda solicitud de dictamen, en este caso sobre la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, que modifica la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias.

Con fecha 2 de abril de 2012 el Banco Central Europeo emitió dictamen en respuesta a las solicitudes recibidas, según el cual,

«El BCE comparte el objetivo general perseguido en el reglamento y la directiva propuestos, esto es, contribuir a la reducción de los riesgos para la estabilidad financiera, a restaurar la confianza de los inversores y de los participantes en los mercados finan-

cieros y a la calidad de las calificaciones. Las medidas propuestas tienen la finalidad de: a) *reducir la dependencia excesiva de las calificaciones externas*; b) *mitigar los riesgos del efecto de contagio relacionado con las variaciones de las calificaciones soberanas*; c) mejorar las condiciones del mercado de calificación crediticia, con vistas a mejorar la *calidad de las calificaciones*; d) garantizar a los inversores un derecho de recurso; y e) mejorar la calidad de las calificaciones reforzando la *independencia* de las agencias de calificación crediticia y fomentando el uso de procesos y métodos de calificación sólidos. El BCE tiene un especial interés en las iniciativas reguladoras que reducen la dependencia de las calificaciones crediticias externas. La percepción de que existen *deficiencias* en las calificaciones de las ACC puede tener efectos significativos sobre la confianza en el mercado y posibles efectos negativos para la estabilidad financiera. En este contexto, el BCE comparte el objetivo específico de la Comisión de reducir la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias externas, de conformidad con los principios establecidos por la Junta de Estabilidad Financiera en este ámbito.

El BCE también apoya los *amplios poderes* conferidos a la Autoridad Europea de Valores y Mercados en lo relativo a la autorización y supervisión de ACC. Las funciones adicionales de la AEVM en virtud del reglamento propuesto contribuirán a mejorar las condiciones del mercado de calificación crediticia, con vistas a mejorar la calidad de las calificaciones y fomentar unos procesos y métodos de calificación sólidos».

Por tanto, el BCE se muestra totalmente de acuerdo en cuanto a que existen deficiencias graves en la actuación de las agencias de *rating* y sobre la necesidad de una nueva regulación que aumente los poderes de la ESMA y contribuya a la estabilidad financiera.

Continúa el BCE indicando, en cuanto a calificaciones de la deuda soberana:

«El BCE apoya las iniciativas adoptadas para aumentar la transparencia y revelación de métodos y procesos de calificación en relación con la deuda soberana. El reglamento propuesto introduce un régimen especial en lo que respecta a la frecuencia de la revisión y el procedimiento para la emisión de calificaciones de deuda soberana. El BCE celebra los cambios propuestos y en especial la propuesta de solicitar a las ACC que evalúen las calificaciones de deuda soberana con *mayor frecuencia*. Aunque las calificaciones solo *deberían publicarse después del cierre de negocio y al menos una hora antes de la apertura* de los centros de negociación de la Unión, el BCE considera que podrían tomarse otras iniciativas para aliviar los posibles *efectos procíclicos de los cambios* en las calificaciones. El BCE recomienda explorar otras formas de reducir la volatilidad inducida por los plazos para los cambios de calificaciones, en particular cuando la calificación de un emisor *está sujeta a vigilancia y está a punto de ser rebajada*, así como cuando se contempla *una posible rebaja de varios grados*. En estos casos, podrían estudiarse con mayor detalle las propuestas de *comunicarse con el mercado con mayor frecuencia, para suavizar el "efecto desplome"*.

Además, el BCE observa que el reglamento propuesto establece que las agencias de calificación deben acompañar cada calificación de deuda soberana o perspectivas de calificación conexa de un *informe de investigación detallado* en el que se expliquen todas las hipótesis, los parámetros, los límites y las incertidumbres, así como cualquier otro elemento que hayan tenido en cuenta al determinar dicha calificación o perspec-

tiva). A este respecto, podría ser adecuado ampliar alguno de estos requisitos a otros tipos de calificaciones, en particular los requisitos de información detallada sobre las hipótesis cuantitativas y cualitativas que justifican el cambio de calificación y su ponderación relativa (…)».

Como vemos, el BCE se muestra especialmente preocupado respecto a la calificación de la deuda soberana, estando, en general, de acuerdo con el contenido de la propuesta de Reglamento, aunque se manifiesta más exigente respecto a la necesidad de establecer medidas que disminuyan la volatilidad inducida por los cambios de calificación. Así, se propone que cuando la calificación de un emisor esté sujeta a vigilancia y esté a punto de ser rebajada, las agencias de calificación deben actuar con mayor frecuencia para evitar el efecto contagio.

Por último, y respecto a la posible rotación entre agencias de *rating*, el BCE señala que:

«Aunque el BCE apoya la iniciativa de la Comisión relativa a la introducción de una norma de rotación, es decir, la asunción de que una relación duradera con las entidades calificadas podría comprometer la independencia de las calificaciones, es necesario evaluar con mayor detalle las posibles consecuencias imprevistas. En primer lugar, aunque la norma de rotación debería contribuir a evitar los conflictos de intereses derivados del modelo «el emisor paga», debe evitarse que la rotación de ACC tenga un efecto negativo sobre la calidad de las calificaciones, en particular considerando el riesgo de que las nuevas agencias compitan ofreciendo calificaciones infladas o bajando los precios (…)».

VI. REFERENCIA A LA CALIFICACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA ESPAÑOLA

En la actualidad, la calificación de la deuda pública española se realiza por Moody's y Standard & Poor's, como entidades *solicited*, y por Fitch y DBRS como agencias *unsolicited*.

La calificación que nos han otorgado Fitch, Moody's y S&P es de BBB, mientras que la de DBRS ha sido A–.

En el caso de *unsolicited rating*, normalmente sólo se califica al Estado emisor. En cambio, las *solicited rating* califican al emisor y a cada una de las emisiones. Uno de los propuestas apoyadas por España en el ámbito de la reforma de las agencias de *rating* consiste en exigir que la *unsolicited rating* se pronuncie también sobre cada una de las emisiones que realice el Estado.

Asimismo, una opción que podría barajarse es la posibilidad de celebrar un concurso para elegir a las agencias de *rating* que nos califican.

Este contrato tendría por objeto no sólo otorgar calificación crediticia a la Administración General del Estado, sino también a todas las entidades públicas vinculadas y dependientes de ella, así como la calificación de toda la deuda emitida por el Tesoro y por estas entidades públicas.

En cuanto a la duración del contrato, una de las cuestiones que se plantean es la de si debe establecerse o no que las prórrogas del contrato pueden encadenarse sucesivamente.

La posibilidad de permitir la prórroga del contrato de prestación del servicio de calificación tiene ventajas en cuanto a que la agencia contratada tiene ya una experiencia que le facilita su trabajo futuro. Sin embargo, considero que debe establecerse una rotación en cuanto a las agencias de contratación, puesto que de otro modo puede verse mermada su independencia.

Las virtudes de celebrar un concurso para escoger, por ejemplo, dos «agencias de calificación» para la deuda pública española pueden resumirse en los siguientes puntos:

1) En el pliego puede establecerse que el contrato que se firme quedaría sometido a la legislación española y que las controversias que puedan surgir entre las partes contratantes se someten a los tribunales españoles.
2) Además, el pliego podría especificar las obligaciones de las entidades que resulten seleccionadas para prestar el servicio como agencia de calificación, pudiendo prever, entre otros, los siguientes aspectos:
   - En caso de modificación del *rating* asignado, la agencia estaría obligada a notificar al emisor la intención de alterar el *rating*, con, al menos, 24 horas de antelación, y presentar el borrador en nota de prensa.
   - En este mismo supuesto, la agencia quedaría obligada a guardar confidencialidad mientras los mercados permaneciesen abiertos.
   - La agencia se comprometería a permitir el acceso a los informes de *rating* relevantes para el emisor a petición de este, vía plataforma *online* o por remisión electrónica del informe.
   - La agencia debería dar información al emisor de la metodología y procedimientos utilizados para otorgar la calificación crediticia.
   - Estaría obligada, asimismo, a explicitar al emisor y dar publicidad sobre los requisitos necesarios para que se produzca una revaluación de la calificación a la baja, así como de los desencadenantes de una potencial revisión al alza.
   - Se podría prever que la agencia deba disponer de medios humanos y técnicos necesarios para realizar todos los servicios comprendidos en el contrato.

Con ello nos estaríamos adelantando a la reforma que se va a producir del Reglamento 1060/2009, y consiguiendo una mayor transparencia y objetividad en la labor de las agencias de *rating*, intentando frenar la volatilidad de estos mercados.

CONCLUSIONES

Terminamos el presente trabajo efectuando una serie de conclusiones en cuanto a las agencias de *rating* y la deuda soberana. Estas conclusiones son las siguientes:

1) Las agencias de *rating* realizan una labor absolutamente necesaria, ya que, sobre todo, los pequeños y medianos inversores carecen de medios para evaluar los riesgos que pueden asumir.

2) Ante la crisis de la deuda soberana, las agencias de *rating* han tenido un comportamiento procíclico, lo cual ha contribuido a deteriorar la crisis de la deuda soberana.

3) Existe una falta de transparencia y objetividad en las calificaciones de la deuda soberana.

4) La estabilidad financiera exige reducir el efecto contagio derivado de los cambios de *rating* de la deuda soberana.

La propuesta para modificar el Reglamento núm. 1060/2009 supone un gran avance en la regulación de las agencias de *rating*, fomentando la transparencia y objetividad de las calificaciones, aunque deja abierto el tema de la necesidad de rotación de estas agencias.

Mientras que esta modificación de Reglamento no salga a la luz, quizá la mejor solución, en cuanto a la calificación de la deuda pública española, sea la de elaborar un pliego que regule las condiciones de prestación del servicio de calificación crediticia. En este pliego, en concreto, se establecería la metodología a la que deben ajustarse las agencias de *rating* y la responsabilidad en la que estas pueden incurrir, adelantándose así a las modificaciones que se van a introducir en el Reglamento núm. 1060/2009.

INDEPENDENCIA Y CONFLICTOS DE INTERÉS EN LA ACTIVIDAD DE LAS AGENCIAS DE *RATING*

MANUEL LÓPEZ MARTÍNEZ

Profesor Titular de Derecho Mercantil, CUNEF
Abogado, Ashurst LLP

Sumario

I. PLANTEAMIENTO. IMPORTANCIA DE LA INDEPENDENCIA E IDENTIFICACIÓN DE LAS PRINCIPALES FUENTES DE CONFLICTOS DE INTERÉS.

II. REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y TÉCNICAS PARA EVITAR LOS CONFLICTOS DE INTERÉS.

III. MEDIDAS RELATIVAS A CONFLICTOS DE INTERÉS PREVISTAS EN EL ACTUAL REGLAMENTO COMUNITARIO Y SU PROPUESTA DE REFORMA.

1. Planteamiento general.

2. Medidas relativas a la remuneración de las ACC por los emisores (la regla de «el emisor paga»).

3. Medidas relativas a la prestación de servicios auxiliares a los emisores.

4. Otras medidas relativas a la organización y estructura de las ACC y sus relaciones con los emisores.

I. PLANTEAMIENTO. IMPORTANCIA DE LA INDEPENDENCIA E IDENTIFICACIÓN DE LAS PRINCIPALES FUENTES DE CONFLICTOS DE INTERÉS

La actividad de las agencias de calificación crediticia (ACC) está basada en la independencia, que es esencial e intrínseca a cualquier actividad de calificación. Para que una calificación sea creíble y tenga algún valor, el sujeto responsable de otorgar la calificación tiene que ser independiente del sujeto calificado. Esta realidad obvia es particularmente importante en el ámbito de los mercados financieros, de modo que es una característica crítica para el negocio y la credibilidad de las ACC.

Este carácter nuclear de la independencia respecto a la calificación del riesgo crediticio ha atraído lógicamente la atención de las autoridades reguladoras y, como veremos en este artículo, una parte significativa de la nueva normativa sobre calificación crediticia se ha centrado en procurar preservar la independencia.

Las propias ACC tampoco rehúyen la cuestión, siendo conscientes de que la acreditación de su independencia es la base de la credibilidad de su negocio, de ahí que en todas las manifestaciones comerciales de su actividad estas agencias insistan en su independencia respecto de los emisores calificados.

En el plano de la regulación jurídica los mecanismos para garantizar la independencia suelen articularse a través de dos tipos de reglas: la prohibición de vínculos societarios o comerciales (prohibición de situaciones de dependencia) y la gestión de las situaciones de conflicto de interés, a fin de evitar que comprometan la independencia. Estos dos tipos de medidas son efectivamente empleados por la regulación de la actividad de las ACC, como tendremos oportunidad de analizar en este artículo.

En este sentido, la experiencia de los errores de las ACC en esta última crisis de los mercados financieros ha puesto el foco principalmente en dos posibles fuentes de conflicto de interés: (i) el pago a las ACC por parte de los propios emisores calificados; y (ii) la eventual existencia de vinculaciones entre las ACC y los emisores calificados. Cuestiones que pasamos a analizar con más detalle a continuación.

En cuanto al pago de las calificaciones por los emisores, en la actualidad la mayor parte de las calificaciones crediticias se realizan a solicitud del emisor correspondiente (a excepción de las llamadas calificaciones no solicitadas), de modo que el emisor elige a la ACC que prefiera, contrata sus servicios de calificación y paga los honorarios correspondientes por dicho servicio.

En este esquema, basado en la regla de que el «emisor paga», es razonable que se planteen dudas sobre la existencia de un conflicto de interés de la ACC, puesto que si sus ingresos y retribuciones dependen del emisor calificado, la ACC estará expuesta a la tentación de prestar un servicio satisfactorio para el cliente (emisor), de modo que esa satisfacción se refleje en la retribución y en futuras contrataciones. Y está búsqueda de la satisfacción del cliente (emisor) puede afectar al rigor de la calificación, comprometiendo la independencia de la ACC.

Este sistema actual basado en la regla de «el emisor paga» no ha sido siempre el mecanismo de remuneración de las ACC; antes al contrario, en los orígenes de la actividad de las ACC se empleaban sistemas diferentes de generación de ingresos.

En este sentido, en los primeros y remotos orígenes de las agencias de *rating*, cuando John Moody empieza en 1909 a publicar su boletín *Moody's Investors Service*, se analizaban muy pocos valores (inicialmente sólo de compañías ferroviarias) y era un boletín cuya publicación se financiaba por los pagos de suscripción de los lectores inversores. La actividad de las agencias de *rating* era así un servicio puramente de información a inversores por suscripción, de ahí que las principales agencias de *rating* tuvieran su origen y estuvieran vinculadas a grupos empresariales propietarios de medios de comunicación y editoriales de publicaciones.

La quiebra de la compañía Penn Central en 1970, con el consiguiente *default* en el pago de sus bonos, sembró la desconfianza entre los inversores norteamericanos, que empezaron a demandar masivamente la existencia de *ratings* (calificaciones del riesgo crediticio), que permitieran medir con criterios independientes y objetivos el riesgo de las diferentes emisiones de bonos. Como consecuencia de esta demanda de calificaciones por

parte de los inversores, los emisores que querían colocar sus valores necesitaban contar con un *rating*, de modo que los emisores empezaron a contratar y a pagar los servicios de calificación de las ACC.

Esta práctica fue extendiéndose paulatinamente, hasta convertirse en la regla general en la gran mayoría de las emisiones, a excepción de los supuestos de *rating* «no solicitado».

Como consecuencia de la última gran crisis financiera la actividad de las ACC ha sido sometida a un importante proceso de revisión, que ha generado importantes críticas contra las ACC, a las que se acusa frecuentemente de ser uno de los causantes o agravantes de la crisis financiera. En este sentido, una de las principales críticas que se achaca a las ACC es que su independencia y el rigor de las calificaciones se verían comprometidos por el pago por parte de los emisores de las calificaciones.

Así, desde el punto de vista empírico, estudios recientes han puesto de manifiesto, por ejemplo, la existencia de una correlación entre la asignación de un *rating* más favorable y el mayor volumen de trabajo que un emisor recurrente de bonos (un banco) genera para una ACC, de modo que *«cuanto más utiliza un banco una agencia de calificación concreta para la calificación de sus emisiones de bonos de titulización, mayor es la recompensa de esta agencia al banco en forma de una mejor calificación crediticia»*[(1)].

A nivel institucional los Estados Miembros de la UE han manifestado también su preocupación por la independencia de las ACC y, en la reunión del ECOFIN de 30 de septiembre de 2010, el Consejo de la Unión Europea reconoció la necesidad de controlar el riesgo de conflicto de intereses derivado del sistema de remuneración de las ACC.

En esta línea, y para evitar los conflictos por la remuneración de las ACC por parte de los emisores, el Parlamento Europeo, en un informe de 8 de junio de 2011, analizó la posibilidad de crear una agencia europea de *rating* financiada con fondos públicos, de modo que su actividad no dependiera de los pagos de los emisores y, en esta medida, aumentara su independencia. Sin embargo, este proyecto afortunadamente parece haberse descartado porque, como puso de manifiesto la propia Comisión Europea, con la creación de una ACC financiada con fondos públicos *«sería difícil resolver otras cuestiones problemáticas, como los conflictos de intereses y la credibilidad, especialmente si esa agencia tuviera que calificar la deuda soberana»*[(2)].

II. REGULACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y TÉCNICAS PARA EVITAR LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

Las ACC han permanecido ausentes de regulación en el ámbito de la Unión Europea durante prácticamente toda su historia y hasta fecha muy reciente. En Europa, tradicional-

(1) Ver el estudio de H. HAU, S. LAGFILED y D. MARQUÉS-IBÁÑEZ, «Bank ratings, What determines their quality?», publicado por el Banco Central Europeo en su serie *Working Papers*, núm. 1484 (octubre de 2012), pp. 22-23.

(2) Ver el apartado 3.4.9 de la Exposición de Motivos de la «Propuesta de Reglamento por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009, sobre agencias de calificación crediticia», publicada por la Comisión Europea el 15 de noviembre de 2001, documento COM(2011) 747.

mente, se había percibido a las ACC como una cuestión y un problema norteamericano, principalmente porque todas las mayores ACC del mundo procedían de ese país.

En EEU.U. la primera regulación específica sobre la actividad de calificación crediticia es de 1975, cuando se creó la denominación de NSRSO (*Nationally Recognized Satistical Rating Organizations*). En esta primera norma y en su posterior modificación en 2002 se regularon las funciones de las ACC y la utilización de sus calificaciones. Sin embargo, se prestaba escasa atención a la problemática de los conflictos de interés y a garantizar su independencia.

Como consecuencia de los fracasos de algunas calificaciones en los primeros años de este siglo, algunos escándalos como el caso Enron y el pinchazo de la burbuja de las acciones tecnológicas, el legislador norteamericano sometió a una profunda revisión el funcionamiento de las ACC. Como resultado de ese análisis, el 3 de enero de 2006 se promulgó la Ley de Reforma de las Agencias de Calificación Crediticia (*Credit Rating Agency Reform Act of 2006*), que por primera vez estableció de forma sistemática una serie de normas sobre gestión de conflictos de interés, evitación de situaciones de conflicto y abstención de conductas en relación con emisores con los que exista algún tipo de vinculación.

En el ámbito internacional el IOSCO (Organización Internacional de Comisiones de Valores) hizo público en diciembre de 2004, como es sabido, el Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Calificación Crediticia, que representó la armonización a nivel global de un conjunto de principios reguladores de la actividad de calificación crediticia. Este primer Código era un conjunto de principios muy genéricos, que se refería a la cuestión de la independencia y a la problemática de los conflictos de interés, pero que por su poco nivel de concreción era escasamente útil a efectos de ordenar las concretas situaciones de posible conflicto de interés de las ACC. Tras el inicio de la crisis financiera global, el Código de Fundamentos de Conducta fue revisado, publicándose una nueva versión en mayo de 2008, que incorporó algunas reglas más concretas relativas a la gestión de los conflictos de interés.

La primera norma de Derecho Comunitario Europeo reguladora de las ACC se promulgó como reacción, posiblemente tardía, a la gran crisis financiera que comenzó en el año 2007. Se trata del conocido Reglamento (CE) 1060/2009, de 16 de septiembre de 2009, sobre las Agencias de Calificación Crediticia[3]. Al tratarse de un reglamento comunitario es una norma directamente aplicable en todos los Estados Miembros de la UE que, en consecuencia, como es sabido, no requería para su eficacia de la aprobación de normas nacionales de trasposición.

Entre los principales objetivos del Reglamento (CE) 1060/2009 se encuentran precisamente evitar los conflictos de interés en el proceso de calificación y, cuando éstos existan, gestionarlos de forma que se minimicen sus efectos sobre la independencia de la ACC.

El Reglamento (CE) 1060/2009 es, en consecuencia, la principal norma aplicable en España respecto de la gestión de los conflictos de interés en la actividad de calificación crediticia. A resultas del agravamiento de la crisis de los sistemas financieros europeos esta

(3) Reglamento (CE) 1060/2009, de 16 de septiembre de 2009, sobre las Agencias de Calificación Crediticia, publicado en el DOCE de 17 de noviembre de 2009, serie L 302/1.

norma está siendo objeto de una profunda revisión por parte de los organismos comunitarios, que se ha concretado en una propuesta de un nuevo Reglamento por el que se modificaría el Reglamento (CE) 1060/2009. El borrador de propuesta de nuevo Reglamento fue hecho público por la Comisión Europea en 15 de noviembre de 2011 y a esta fecha se encuentra todavía en fase de discusión y pendiente de aprobación[4]. La propuesta de nuevo Reglamento incorpora un buen número de mejoras para gestionar los conflictos de interés de las ACC.

De este modo, para analizar las medidas especificas de regulación de la independencia de las ACC y la gestión de los conflictos de interés, vamos a centrar nuestro estudio en el Reglamento (CE) 1060/2009, directamente aplicable en España, así como en las medidas de reforma de este Reglamento propuestas por la Comisión Europea en 2011.

III. MEDIDAS RELATIVAS A CONFLICTOS DE INTERÉS PREVISTAS EN EL ACTUAL REGLAMENTO COMUNITARIO Y SU PROPUESTA DE REFORMA

1. Planteamiento general

Como planteamiento general de la regulación de los conflictos de interés, el Reglamento (CE) 1060/2009 parte de la concepción de que no es posible eliminar todas las situaciones de conflicto de interés, de modo que el objetivo de la política reguladora debe centrarse en medidas de gestión de los conflictos y en introducir mecanismos de transparencia al mercado respecto de la existencia de estos conflictos. En definitiva, el regulador comunitario entiende que no hay más remedio que convivir con situaciones de conflictos de interés de las ACC respecto de los emisores calificados, conformándose con establecer medidas de gestión para minimizar los efectos perjudiciales de esas situaciones de conflicto de interés.

En este sentido, el artículo 6 del Reglamento (CE) 1060/2009 señala que las ACC deberán adoptar *«todas las medidas necesarias para velar por que la emisión de una calificación crediticia no se vea afectada por ningún conflicto de intereses ni ninguna relación comercial, reales o potenciales, que impliquen a la propia agencia emisora de la calificación crediticia».* Esta norma se desarrolla en el anexo I del Reglamento, que incluye un listado muy detallado de requisitos respecto de conductas en situaciones de conflictos de interés. Sin embargo, este artículo 6 no establece una prohibición tajante de la actividad calificadora en caso de conflicto de interés, sino que se limita a establecer que las ACC deberán adoptar las medidas para que la calificación *«no se vea afectada»* por los conflictos de interés, dando por hecho la existencia de éstos.

2. Medidas relativas a la remuneración de las ACC por los emisores (la regla de «el emisor paga»)

Como ya hemos expuesto, la experiencia de los últimos años ha puesto en evidencia que la primera amenaza para la independencia de las ACC, y la primera fuente de conflic-

(4) Ver «Propuesta de Reglamento por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009, sobre agencias de calificación crediticia», publicada por la Comisión Europea el 15 de noviembre de 2001, documento COM(2011) 747.

tos de interés, es su mecanismo habitual de remuneración mediante el pago por los emisores de los servicios de calificación.

Pese a que se han alzado voces solicitando la eliminación de este sistema de remuneración y la vuelta al sistema original de remuneración mediante el pago por los suscriptores de los boletines de calificación, el legislador comunitario es consciente de que esta marcha atrás en el mecanismo esencial de remuneración de las ACC es imposible, por lo que las normas incluidas en el Reglamento (CE) 1060/2009 y en la propuesta de reforma se basan en el mantenimiento de la remuneración por el sistema de pago por el emisor, introduciendo numerosas reglas —en ocasiones ciertamente complejas— para intentar evitar que las calificaciones y la independencia de la ACC se vean afectadas por estos pagos del emisor.

En este sentido, el Reglamento (CE) 1060/2009 incluye las siguientes reglas dirigidas a gestionar el conflicto provocado por el pago del emisor y mitigar sus efectos:

(i) Se obliga a las ACC a establecer murallas chinas para separa a los analistas del riesgo crediticio y los que negocian honorarios con los emisores (artículo 7.2 del Reglamento).

(ii) La retribución y la evaluación de los analistas de calificaciones no pueden estar subordinadas a la cuantía de ingresos por un emisor (artículo 7.5 del Reglamento).

(iii) Las ACC están obligadas a hacer público el nombre de los emisores de los que procedan más del 5% de los ingresos de la ACC.

La propuesta de reforma presentada por la UE en 2011 pretende dar un paso más a la hora de estrechar el cerco a los conflictos generados por el pago de los emisores, pero continúa sin exigir la eliminación de este sistema de remuneración. Entre las nuevas normas propuestas deben destacarse:

(i) En primer lugar, se impone una novedosa obligación de rotación de la ACC, con el fin de obligar a los emisores a cambiar de agencia calificadora cada cierto tiempo, intentando así atenuar el conflicto generado por los pagos del emisor. Esta regla sería similar al mecanismo previsto en la legislación de auditoría de cuentas, que prevé igualmente la rotación de auditores para favorecer su independencia. Así, se propone la inclusión de una prohibición de que una agencia trabaje para el mismo emisor durante un periodo superior a tres años, o más de un año en caso de que califique consecutivamente más de diez instrumentos de deuda. En el caso de que un emisor solicitara más de una calificación, la obligación de rotar afectaría sólo a una de las ACC, pero, en todo caso, ninguna ACC podría calificar al mismo emisor durante un periodo superior a seis años. Las dificultades de aplicar esta nueva regla son evidentes en un mercado como el de *rating*, altamente concentrado, en el que casi la totalidad de la actividad está monopolizada por dos o tres agencias líderes a nivel mundial. Así, como consecuencia de la aplicación de esta regla, un emisor habitual de valores de deuda que recurra a los servicios de las principales agencias podría encontrarse en seis años ante la imposibilidad de obtener una calificación de ninguna de estas agencias. Por ello, a nadie se le oculta que esta propuesta comunitaria está orientada también a favorecer el aumento de la competencia en el sector, limitando la posición de dominio de la que disfrutan en la actualidad las dos o tres grandes agencias norteamericanas.

(ii) Adicionalmente, la propuesta de reforma incluye, en una nueva sección B-3 bis, nuevas reglas relativas a la fijación de los honorarios que deben ser satisfechos por los emisores, que no dependerán del nivel de la calificación ni de cualquier otro resultado del trabajo realizado, no podrán ser discriminatorios y se deberán basar en los costes reales incurridos por la ACC.

3. Medidas relativas a la prestación de servicios auxiliares a los emisores

En relación a la prestación por las ACC de servicios auxiliares a los emisores, adicionales al servicio de calificación crediticia, la normativa comunitaria sí establece en algunos casos prohibiciones tajantes, combinadas con la admisión de ciertos servicios sujetos a límites para mitigar los perjuicios del conflicto de interés. En este sentido, el Reglamento (CE) 1060/2009 establece las siguientes reglas:

(i) No están permitidos los servicios de consultoría y asesoría directamente relacionados con el emisor. Así, la sección B-4 I del anexo I establece que *«no prestarán a la entidad calificada o un tercero vinculado servicios de consultoría o asesoramiento con respecto a la estructura social o jurídica, el activo, el pasivo o las actividades de dicha entidad calificada o tercero vinculado».*

(ii) Sí están permitidos otros servicios auxiliares, no directamente vinculados a la actividad del emisor. En este sentido, la sección B-4 I señala que podrán prestarse servicios consistentes en la realización de *«previsiones de mercado, estimaciones de la evolución económica, análisis de precios y otros análisis de datos generales, así como servicios de distribución conexos)».*

(iii) Se establece un régimen de transparencia respecto de los servicios auxiliares permitidos, cuya prestación a emisores calificados deberá ser objeto de información pública comunicada al mercado.

(iv) Finalmente, se prohíbe que los analistas realicen propuestas o recomendaciones, formales o informales, sobre la configuración de los productos estructurados objeto de calificación (Sección B-5).

Los análisis realizados tras la entrada en vigor del Reglamento (CE) 1060/2009 han puesto de manifiesto que estas medidas permisivas con la prestación de servicios auxiliares no son beneficiosas y pueden comprometer la independencia de las ACC, incrementando en todo caso la exposición al riesgo de los conflictos de interés. Por ello, la propuesta de reforma de la Comisión Europea de 2011 pretende dar una importante vuelta de tuerca a esta normativa, introduciendo una prohibición absoluta de prestación de servicios auxiliares. En este sentido, la propuesta incluye una nueva redacción para la sección B-4 que prohibiría la prestación de cualquier tipo de servicios de consultoría o asesoramiento a emisores por parte de una ACC, o de cualquier entidad vinculada a ella.

4. Otras medidas relativas a la organización y estructura de las ACC y sus relaciones con los emisores

Finalmente, podemos destacar un conjunto de normas diversas que pretenden mitigar las consecuencias de los conflictos de interés, a través de medidas relacionadas con la or-

ganización y estructura de las ACC y la regulación de las relaciones entre los emisores y las ACC. Entre estas normas destacan las siguientes:

(i) Se prohíbe la emisión de calificaciones por parte de una ACC respecto de sociedades que tengan un vínculo de control con la ACC o vínculos de participación en órganos de administración (sección B-3 del anexo I).

(ii) Se prohíbe que las ACC, sus analistas y empleados adquieran cualquier tipo de valores o instrumentos financieros de un emisor que sea objeto de calificación por parte de la ACC (secciones B-3 y C-1 del anexo I).

(iii) Se establece la obligación de implantar procedimientos de control interno y cumplimiento normativo, a fin de control e impedir la existencia de vinculaciones entre analistas de la ACC y los emisores calificados y sus empleados.

(iv) Se obliga a implantar un mecanismo de rotación gradual de los analistas que se ocupan de un emisor (artículo 7.4 del Reglamento).

(v) Ningún analista ni empleado de la ACC podrá aceptar ningún tipo de obsequio, regalo o favor de ninguna persona con la que la ACC mantenga relaciones de negocio (sección C-4 del anexo I).

(vi) En caso de que un analista abandone la ACC y comience a trabajar para alguno de los emisores que haya sido calificado, la ACC deberá reexaminar las calificaciones y el trabajo realizado para ese emisor en los dos últimos años (sección C-6 del anexo I).

En esta misma línea, la propuesta de reforma de la Comisión Europea de 2011 pretende profundizar en esta regulación restrictiva de los conflictos de interés, introduciendo entre otras las siguientes normas:

(i) Se prohíbe a todo socio o accionista de una ACC que posea una participación de al menos el 5% de la ACC poseer el 5% o más de otra ACC, salvo que las agencias en cuestión pertenezcan al mismo grupo (propuesta de nuevo artículo 6 bis del Reglamento).

(ii) Se establecen normas más estrictas respecto a la rotación de analistas, prohibiendo que un mismo analista trabaje más de cuatro años en las calificaciones del mismo emisor.

(iii) Se extiende la prohibición de adquirir instrumentos financieros de los emisores calificados, de modo que tampoco podrán ser adquiridos por los accionistas que posean el 10% de los derechos de voto de la ACC o que puedan ejercer de algún otro modo unas influencia significativa sobre la ACC (propuesta de nueva letra a) bis en la sección B-3 del anexo I.

LOS *RATING* NO SOLICITADOS

ALFREDO MUÑOZ GARCÍA

Profesor de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid

Sumario

I. INTRODUCCIÓN.

II. *RATINGS* NO SOLICITADOS.

1. Régimen.

2. Justificación del *rating*.

3. Posibles alternativas en la tutela del calificado.

III. FINALIDAD DEL *RATING* NO SOLICITADO.

I. INTRODUCCIÓN

La regulación comunitaria de la Agencias de *Rating*[(1)], a través del Reglamento (CE) núm. 1060/2009, de 16 de septiembre, ya modificado por el Reglamento (CE) núm. 513/2011, de 11 de mayo, (RACC) contiene una mención, en su art. 10.4, sobre las calificaciones no solicitadas, exigiendo que las agencias «divulgarán su política en materia de calificaciones no solicitadas y los procedimientos que apliquen al respecto».

La especial incidencia en el mercado de estos informes, en los que la calificadora no mantiene contacto permanente, a veces ni siquiera esporádico, con el emisor y carece de toda la información necesaria, que en caso contrario le hubiese suministrado, ha determinado al legislador comunitario a exigir que en estos supuestos la agencia de calificación «indicará en ella (la calificación) de forma destacada si la entidad calificada o el tercero vinculado ha participado o no en el proceso de calificación y si la propia agencia ha tenido acceso a las cuentas y demás documentación interna pertinente de la entidad calificada o un tercero vinculado». Quien elabora y publicita estos informes puede perseguir generar reputación y mercado para sus servicios o/y fomentar al emisor su contratación[(2)], pero

(1) Véase sobre el régimen jurídico de la Agencias de *Rating* los trabajos de TAPIA HERMIDA, A.J., «Naturaleza y funciones de las agencias de calificación crediticia», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 103/2011; y *Las Agencias de Calificación Crediticia*, Cizur Menor (Navarra), 2010.

(2) Véase en la página web de la SEC «Concept Release: *Rating* Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws», en el apartado E la cuestión relativa a los *rating* no solicitados planteándose la idoneidad de estos, ya que pueden inducir al emisor a pagar por ellos; disponible en <http://www.sec.gov/rules/concept/33-8236.htm>.

también pueden desplegar efectos lesivos, afectando al crédito o prestigio del emisor y a la confianza en el mercado.

La valoración y análisis del riesgo de solvencia del emisor de la deuda, determinando en una escala de *rating* las posibilidades de satisfacción de las obligaciones contraídas, acarrea elevadas dosis de incertidumbre, pero el informe reduce las asimetrías informativas, reduce costes a través de economías de escala y homogeneíza la información, especialmente cuando el informe es solicitado y ha existido una absoluta transparencia y comunicación entre el calificador y el calificado. Por el contrario, cuando estamos ante un informe no solicitado, si la información en la que se basa la agencia de *rating* es errónea, se generaliza el error con la publicación y ello conlleva efectos indeseables, no sólo para el emisor (que incluso, en algunos supuestos y por el contrario, podría verse aliviado del coste de la emisión de deuda si el informe errara a la baja en la valoración de los riesgos), sino también para los inversores y el propio mercado financiero.

La tutela a la que puede optar el emisor ante esta situación nos lleva, como vía inicial, a la clásica protección aquiliana de exigencia de una reparación por los daños causados. En todos los casos, tanto en informes no solicitados como en los solicitados, se pueden producir daños a los emisores y a los inversores, pero las ACC se niegan a aceptar responsabilidad alguna, y rechazan que sus informes sean algo más que unas meras opiniones de carácter editorial cuyo uso queda a discreción del destinatario. Así, las ACC incluyen *disclaimers* negando su responsabilidad derivada de las publicaciones de sus calificaciones y negando que estas sean recomendaciones para la toma de decisiones de inversión, sino meras opiniones[3], que deben estar tuteladas por la libertad de expresión, equiparándose con artículos periodísticos o de información, argumento al que se acogen para emitir y publicar sin límites sus calificaciones crediticias. Se ha contraargumentado que la diferencia entre el editorial periodístico y el *rating* está en que en el último se paga por las entidades calificadas, generando el consiguiente conflicto de interés, que no afectaría a las editoriales, así como que los informes se cobran de las propias entidades calificadas, que están interesadas en un resultado favorable[4]. En el supuesto de informes no solicitados, estos argumentos, por la ausencia de voluntad del emisor en la emisión y la ausencia de honorarios pagados por el calificado, no son oponibles. En todo caso, una demanda de daños requeriría la imputación de estos al informe publicado, lo que no es sencillo dada la intervención en el proceso causal del propio emisor y de los inversores, así como del presupuesto del elemento subjetivo de reproche en la conducta base de la imputación[5].

Por ello, los *rating* no solicitados plantean específicos problemas en el mercado, por la especial naturaleza que tienen, por los severos efectos que pueden provocar y por las dificultades para imputar resultados lesivos al contenido publicado de las calificaciones, en especial cuando se emiten sin contrastar suficientemente la información pública de la que se parte para su elaboración.

---

(3) Véase, por ejemplo <http://www.standardandpoors.com/regulatory-affairs/ratings/es/la>.

(4) TAPIA HERMIDA, A.J., «Naturaleza y funciones de las agencias de calificación crediticia…», *cit*.

(5) Así TAPIA HERMIDA, A.J., «La responsabilidad de las agencias de calificación crediticia», en *RMV*, núm. 7-2010; ALBA FERNÁNDEZ, M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., «Las agencias de *rating* como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico», en *RDBB*, núm 120, octubre-diciembre 2010.

II. *RATINGS* NO SOLICITADOS

1. Régimen

El RACC establece en su art. 10, «Divulgación y presentación de las calificaciones crediticias», que las ACC «divulgarán su política en materia de calificaciones no solicitadas y los procedimientos que apliquen al respecto». Si emiten una calificación no solicitada indicarán, de forma destacada, si la calificada o el tercero vinculado ha participado en el proceso de calificación, y si la ACC ha tenido acceso a las cuentas y demás documentación interna de aquellos. Sin embargo, no hay un desarrollo normativo *ad hoc* sobre este tipo de calificaciones y los específicos problemas que plantean.

Tras la aprobación del Reglamento de 2009, la UE realizó una consulta pública sobre las agencias de *rating*, ante la gravedad de la situación y las irregularidades/errores detectados en el proceso de calificación durante los años anteriores. Entre otros temas vino a solicitar opinión sobre la aprobación de un régimen de responsabilidad civil en relación tanto con las calificaciones solicitadas como con la idoneidad de aplicarlo a las no solicitadas. La mayoría de las respuestas no se oponían a la idea de que debería establecerse un régimen de responsabilidad civil, tanto en el caso de las calificaciones solicitadas como de las no solicitadas, pero sólo para casos graves y no simplemente en los supuestos en que los inversores sufran pérdidas.

Posteriormente, la UE ha aprobado una propuesta de modificación del Reglamento 1060/2009[(6)] que, en lo relativo a lo que nos concierne, incentiva las calificaciones no solicitadas a raíz de la propuesta de aprobación de rotaciones obligatorias del calificador, ya que «En un contexto de mercado en el que la norma de rotación se aplicará de forma generalizada, surgirán oportunidades de negocio, ya que todos los emisores tendrán que cambiar de agencias periódicamente. Asimismo, estas podrán siempre emitir calificaciones no solicitadas sobre el mismo emisor, aprovechando su experiencia. Las calificaciones no solicitadas no están condicionadas por el modelo "el emisor paga" y, por tanto, están menos expuestas al riesgo de conflicto de intereses». En su virtud se propone añadir un artículo 6 ter al referido Reglamento, configurando un régimen de rotación obligatoria de la ACC en los supuestos de *rating* solicitados, con el fin de mejorar la independencia de las calificaciones, aunque ello suponga una limitación a las actividades de *rating*,

Por otro lado, una de las mayores modificaciones propuestas del Reglamento de ACC, al margen de la rotación, es el relativo al establecimiento de un régimen de responsabilidad civil, para lo que se incluiría un artículo, 35 bis, que no distinguiría entre calificaciones solicitadas y no solicitadas, y que abarcaría a todas las calificaciones sometidas a su ámbito de aplicación (conviene recordar que el Reglamento no se aplica a las calificaciones privadas emitidas previo encargo individual y que no se vayan a divulgar ni a distribuir mediante suscripción ni a las que emitan los bancos centrales que no sean pagadas por el calificado, ni se hagan públicas —art. 2.2 RACC–).

---

(6) Propuesta de Bruselas, 15-11-2011, COM(2011) 747 final, 2011/0361 (COD) de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

No existe otra especialidad normativa alguna para los *rating* no solicitados. Como acabamos de ver, *de lege ferenda*, no solo no se prohíben, sino que se fomentan en virtud de la puesta en práctica de la rotación obligatoria, pero sin proponer, simultáneamente, un régimen específico para ellos, teniendo en cuenta las particularidades que el acceso a la información del emisor y su elaboración y conlleva. Es verdad que el conflicto de intereses derivado de la retribución por el emisor al calificador se puede eliminar, pero pueden aparecer otros conflictos que se mantienen al margen cuando el *rating* es remunerado por el emisor. No se puede ignorar que el *rating* no solicitado puede convertirse en solicitado[7] en cuanto el emisor así lo decida, remunerando a la ACC y, a partir de ese momento, poder disponer de la publicación del *rating*.

Partiendo de la información que la normativa y la práctica nos exponen y de las experiencias existentes sobre la motivación de las calificaciones no solicitadas parece adecuado plantear las siguientes cuestiones:

¿Por qué se elaboran *rating* sin solicitud previa?; ¿tienen más credibilidad los *rating* no solicitados, si no han participado las empresas emisoras y no han aportado datos en la elaboración de la calificación?

¿Qué tutela cabe frente a los *rating* no solicitados si no hay conformidad con lo emitido?; ¿Son meras opiniones?, ¿cabe defenderse aunque no haya negligencia grave o dolo de la ACC?

2. Justificación del *rating*

Como ya se ha dicho, las agencias de *rating* son entidades de carácter privado que emiten una opinión o dictamen[8] (opinión técnica) sobre la solvencia, los estados financieros y con ello de la capacidad de pago, de las posibilidades de devolución de las obligaciones contraídas de sus clientes, o de terceros, que pueden ser empresas, Estados o Gobiernos Regionales o de los instrumentos financieros que ellas mismas emitan.

El sistema de retribución está basado, fundamentalmente, en el pago de los honorarios por el emisor, interesado por colocar su deuda, u otros instrumentos financieros, en el mercado. La calificación crediticia, como ya hemos dicho, se enmarca en las economías de escala reduciendo, de manera notable, los costes de información. Si a ello le añadimos que el legislador y los supervisores exigen en determinados supuestos la existencia del *rating*, la calificación se ha terminado convirtiendo en la puerta de entrada al mercado para el emisor, facilitando, en su caso, la colocación de lo ofertado.

No obstante, en la deuda soberana las cosas no son siempre así, ya que hay estados que ni solicitan ni, por tanto, retribuyen los informes de calificación. Por ejemplo, en S&P no lo

(7) Así la política de MIS (Moody's), desde 09-09-11 para la Unión Europea en relación a los *rating* no solicitados, a los que define como aquellos no iniciados a instancia de la calificada, aunque ella misma participe en el proceso de calificación, establece que si se recibe una solicitud posterior dejará de calificarse como no solicitada. Disponible en: <http://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/Compliance/9-9-2011/SP13360%20Policy%20for%20Designating%20Unsolicited%20Credit%20Ratings%20in%20the%20European%20Union_Sept_06_2011%20Final.pdf>.

(8) El art. 3.1.a) RACC califica a la calificación crediticia como dictamen caerca de la solvencia de una entidad, de un instrumento financiero o de un emisor.

hacen, entre otros, Estados Unidos, Alemania, Francia, Reino Unido o Italia[9]. Se publica la información y se indica que son *ratings* no solicitados, en cumplimiento con lo exigido por el RACC (art. 10).

¿Por qué se elaboran y publican estas calificaciones sin retribución de los emisores? Los calificadores entienden que es información útil para el mercado, ya que surte de información a los inversores, muchos de los cuales son sus propios clientes, pudiendo aflorar posibles conflictos de intereses. Se responde a la demanda de esos *ratings* para los inversores y no a la demanda, inexistente en ese caso, de los emisores. En el fondo, es dar la visión sobre una entidad, un instrumento financiero o un estructurado para facilitar la decisión de inversión en el mercado a quienes demandan, en economías de escala, esta información, y que en muchas ocasiones es información solicitada por el inversor que abona los honorarios del *rating*. A menor valoración, si esta incide en el mercado, mayor es la rebaja del coste para el inversor. Además, en el caso de las emisiones soberanas, la calificación de los estados sirve para calificar a las entidades financieras que puedan recibir apoyo de ese Estado o dedicarse a adquirir instrumentos financieros de carácter soberano. Ya que, a mayor *rating* del emisor, mayor es la solvencia del adquirente del instrumento financiero.

La realidad de los ratings no solicitados es ineludible, pero también extremadamente conflictiva. Las agencias de *rating* vienen a situar en el marco de su actividad la posibilidad de realizar calificaciones no solicitadas por el emisor de la deuda, sin necesidad de autorización de este y por muy severos que sean los efectos que ese acto implique para su crédito en el mercado. Así, por ejemplo, Moody's, en su Código de Conducta Profesional[10], establece la posibilidad de su emisión para satisfacer intereses del mercado o de algún inversor. Por el contrario, si el emisor calificado, que ha contratado los servicios de *rating*, así lo solicita, es posible «acordar mantener una Calificación Crediticia con carácter confidencial». Por lo tanto, el emisor elige. El coste del informe a cambio del coste de reputación que dimane de la publicación de dicho informe.

El problema de las calificaciones no solicitadas no es que publiquen *ratings* contra la voluntad del emisor, sino que esas calificaciones se encuentran suficientemente respaldadas por la información adecuada para fijar el rango de riesgo. Existen estudios[11] que afirman que la emisión de calificaciones crediticias no solicitadas de carácter desfavorable permite a las agencias de calificación obtener mayores honorarios de los emisores, en virtud de la amenaza de castigo para aquellos que se niegan a solicitar una calificación y

(9) <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us>.

(10) «Como editor de opiniones sobre créditos, MIS se reserva el derecho de emitir en todo momento Calificaciones Crediticias No Solicitadas si considera que: (i) la publicación de dicha calificación satisface un interés significativo del mercado o de un inversionista sobre un crédito determinado; y (ii) cuenta con suficiente información para respaldar el análisis adecuado y si corresponde, el monitoreo constante. De acuerdo con las Políticas de MIS sobre la designación de calificaciones crediticias no solicitadas, cuando una Calificación Crediticia tiene carácter de Calificación No Solicitada, MIS no requerirá ni aceptará remuneración alguna de parte del Emisor por sus servicios analíticos durante al menos un año a partir de la publicación de dicha Calificación Crediticia», disponible en <http://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/MIS%20Code%20of%20Professional%20Conduct%20Spanish.pdf>.

(11) FULGHIERI, P., STROB, G. y XIAZ, H., «The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings», diciembre de 2010, AFA 2011, *Denver Meetings Paper*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1572059> y en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1572059>.

produce un efecto reputacional favorable a la agencia de *rating*, de forma que aquellos son más elevados cuanto más reducida es la calificación.

La ausencia de contraste de la información desarrollada en el informe ante la negativa del emisor impide una adecuada elaboración del correspondiente informe por existir una violación del deber objetivo de cuidado de la propia agencia de *rating*, que ha de tener contrastados los datos que le sirven de soporte para la elaboración del informe. Si partimos de la ausencia de obligación de contratación del emisor, este carece de deber alguno de aportar documentación, informes, datos, etc., a las agencias de *rating* para la elaboración de los informes de calificación.

Por ello, la emisión y publicación de informes no solicitados puede generar problemas de idoneidad de la calificación con el estado real de solvencia y problemas de oportunidad en situaciones de tensión financiera. Estas situaciones, en la actual crisis de deuda soberana, han motivado que el Parlamento Europeo haya solicitado la prohibición a las agencias de *rating* de emitir informes no solicitados, proponiendo como sustituto la emisión de dictámenes de la Comisión, el Banco Central Europeo o el Fondo Monetario Internacional[(12)], lo que colisiona con la Propuesta de modificación del RACC, ya referida, que incentiva expresamente estos informes con la rotación obligatoria. En todo caso, parece que la utilización como instrumento de presión sobre los emisores para que estos puedan, previa contratación de la calificación, acogerse el derecho de no publicación que las agencias de *rating* permiten a los emisores con los que contratan no debería ser consentida, puesto que genera incentivos perversos y acentúa la asimetría informativa y el abuso en la utilización de la información privilegiada.

No obstante, las calificaciones no solicitadas no son siempre un elemento indeseable, puesto que pueden ser un contrapeso a situaciones de conflictos de intereses en relación con informes de *rating* remunerados. Existe evidencia empírica[(13)] de que las calificaciones no solicitadas transmiten información nueva al mercado de valores y los inversores reaccionan a esta información, a pesar de que estas, en principio, se basan únicamente en información disponible al público, lo que implica reconocer cierta ineficiencia, puesto que la información pública es previa a la publicidad de la calificación. Así, y como hemos referido, la UE cree que aquellas serían un buen efecto derivado de la rotación obligatoria de las ACC.

Lo que no parece aceptable son los supuestos en los que la agencia de *rating* tiene incentivos[(14)] a emitir calificaciones no solicitadas de manera selectiva para inducir la contratación de ratings por parte de los emisores. Una restricción de estas actuaciones, al menos en términos de publicidad de dichos informes al mercado, no perjudicaría la libertad de expresión, puesto que no se trata de simples aseveraciones sobre un sujeto —el emi-

---

(12) Así se ha publicado el 29 de febrero de 2012 en <http://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-economia-finanzas-eurocamara-pide-prohibir-agencias-*rating*-poner-nota-paises-no-deseen-20120229113907.html>.

(13) BEHR, P. y GÜTTLER, A., «The Informational Content of Unsolicited Ratings», *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, pp. 587-599, abril de 2008. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=724881 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.724881>.

(14) BYOUN, S., *Information Content of Unsolicited Ratings: A Theory*, enero de 2011. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1711808 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1711808>.

sor— sino informes técnicos realizados sin su colaboración, y por lo tanto sin contrastar el resultado, lo que merma la calidad al carecer de una metodología de garantías exigida en su elaboración, con la consiguiente afectación en el mercado.

3. Posibles alternativas en la tutela del calificado

La Agencia de *Rating* puede emitir opiniones, dictámenes o calificaciones crediticias. Pero cuando publica su informe, afirmando un determinado estado de solvencia de un emisor, y traslada esa información al público en general, su opinión puede desplegar severos efectos en la propia solvencia del sujeto calificado. Las consecuencias de tal actuación no derivan de la propia voluntad del calificador, pero sí que son previsibles, o al menos intuitivas. No obstante, esto mismo puede ser provocado por actuaciones, afirmaciones o calificaciones efectuadas por entidades de supervisión, instituciones nacionales o supranacionales de ordenación económica, etc., provocando similares o, incluso, superiores efectos negativos sobre la solvencia del emisor sobre el que se emite el juicio, acentuando, en su caso, los efectos procíclicos.

La afirmación acabada de referir sobre las consecuencias que dimanan fenomenológicamente de los juicios de valor vertidos públicamente por todos aquellos con posibilidad de afectar al mercado no debe tomarse como una afirmación automática de responsabilidad por los efectos lesivos que sobre el emisor pudieran derivarse de la publicad de juicios negativos sobre los riesgos de sus emisiones. Esto corresponde, fundamentalmente, a las reglas del Derecho de Daños, en el que no basta con aportar elementos consecuencialistas, sino que deben requerirse criterios de imputación jurídica de los resultados a las aseveraciones vertidas. En todo caso, ello requiere elementos axiológicos que necesitan de un componente normativo para poder desenvolverse. No es ésta la vía elegida, en este trabajo, para la tutela frente a las calificaciones no solicitadas que se publicitan en el mercado, sin perjuicio, obvia decirlo, de que también sea una posible alternativa, partiendo, eso sí, de la exigencia del reproche culpabilístico a la conducta de quien así ha actuado.

Por otro lado, podría plantearse si sería posible aplicar la LO 1/1982, de 5 de mayo, de Protección Civil del Derecho al Honor, a la Intimidad Personal y Familiar y a la Propia Imagen. El primer problema está en la inicial incertidumbre que plantea la existencia, o no, de legitimidad de la persona jurídica en la tutela al honor. Tras una jurisprudencia inicialmente titubeante, tanto por el Tribunal Supremo como por el Tribunal Constitucional, en las SSTC 139/1995 y 183/1995 se reconoce que las personas jurídicas pueden ser titulares del derecho al honor, sin que ello implique un límite ilegítimo al derecho de información, sino una interpretación constitucional del alcance subjetivo del derecho al honor *ex* art. 18.1 CE.

Hemos de tener en cuenta el art. 7.7 LO 1/1982, por el cual se estima como intromisión ilegítima *«La imputación de hechos o la manifestación de juicios de valor a través de acciones o expresiones que de cualquier modo lesionen la dignidad de otra persona, menoscabando su fama o atentando contra su propia estimación».* Se plantea el problema de si una opinión/dictamen sobre la solvencia de alguien, en términos técnicos y no vulgares o despreciativos, sería un ataque al honor. El referido precepto exige o bien «imputar hechos», lo que no se produce en un *rating*, o bien exige realizar una «manifestación de juicios de valor… que lesionen la dignidad». Y el límite aquí está en que si a ello se llegara

cabría la implicación de una indemnización de los daños y perjuicios, de carácter moral[15], sufridos por la persona jurídica calificada, lo que no parece aceptable. Un *rating* ínfimo daña la imagen de solvencia de un emisor y generaría, en su caso, daños. Pero estos no son morales, sino patrimoniales, y esto se ha de perseguir a través del art. 1902 CC y no del art. 7.7. LO 1/1982 (que presume el daño moral por el hecho de la existencia de la intromisión ilegítima, art. 9.3 LO 1/1982). Lo que determina la exclusión de este mecanismo tuitivo es que el ataque, si así podemos calificar al *rating*, no es una descalificación personal (STS 19-05-05 o STC 282/2000), sino un instrumento de deterioro al crédito profesional, sin que quepa incluir aquí aquello que no constituya una afrenta al honor personal.

No podemos negar que el *rating* carece, en términos generales, de los elementos constitutivos de un ataque o descalificación personal, y que aun estando en los límites de lo informativo, no lesiona el bien jurídico dignidad, mucho más cuando la intromisión —el juicio de valor sobre la solvencia— se legitima en el propio ordenamiento, *ex* RACC. El error en el *rating* no parece amoldarse al régimen de tutela aquí dispensado por la LO 1/1982 porque la intromisión sí está autorizada *ex lege*, incluso puede que promovida, para facilitar la necesaria información financiera demandada por el mercado. Las calificaciones no persiguen, ni parece que puedan hacerlo, difamar o lesionar el honor o la dignidad de los participantes del mercado.

Si los mecanismos referidos no parecen los más adecuados para la tutela del emisor ante los informes no solicitados, es imprescindible conocer cuáles son los auténticos fines que la elaboración y publicación de estos *rating* persiguen, y de ahí tratar de encontrar elementos de tutela específicos.

III. FINALIDAD DEL *RATING* NO SOLICITADO[16]

De lo referido hasta ahora, es fácil derivar que los objetivos de la agencia de *rating* en relación con la emisión y publicación de calificaciones no solicitadas son: fines de carácter reputacional frente al mercado; y fines de fomento de la contratación de sus servicios entre el mercado de emisores. Por lo tanto, difícilmente puede situarse en una situación paralela ni a la emisión de artículos periodísticos o publicaciones sobre investigaciones, ni a los informes emitidos por entidades de supervisión. Entonces, es necesario determinar su finalidad, que no parece quedar relegada a la mera divulgación.

En el ordenamiento español, el ámbito objetivo de la normativa reguladora de la competencia desleal exige que los actos realizados se realicen en el mercado y con fines concurrenciales (art. 2.1 LCD), y se presume esta última cuando «por las circunstancias en que se realice, se revele objetivamente idóneo para promover o asegurar la difusión en el mercado de las prestaciones propias o de un tercero» (art. 2.2 LCD). Por otro lado, el objeto de protección se lleva a cabo en interés de todos aquellos que participan en el mercado (art. 1

(15) Véase YZQUIERDO TOLSADA, M., *Sistema de Responsabilidad Civil, Contractual y Extracontractual*, Madrid, 2001, pp. 178 y ss.

(16) Sobre este punto puede verse nuestro documento de trabajo publicado en el archivo institucional *EPrints Complutense*, 2012/59 – junio 2012, MUÑOZ GARCÍA, A., «Agencias de *Rating*. Finalidad de las Calificaciones No Solicitadas», disponible en <http://www.ucm.es/eprints>.

LCD), de lo que deriva la amplísima legitimación activa para el ejercicio de las acciones contra los actos de competencia desleal (art. 33 LCD).

La LCD viene a proteger a la competencia, con el fin de que esta se desenvuelva y realice a través de medios adecuados, no leales. A estos efectos, la tutela se desenvuelve en interés de todos los participantes en el mercado (competidores, consumidores, etc.) y afecta, del mismo modo, a todos aquellos que participan en el mercado, sin que deba supeditarse, su aplicación, a la existencia de una relación de competencia entre los sujetos activos y pasivos de la deslealtad (art. 3 LCD). Esto último es especialmente destacable, puesto que los actos de competencia desleal no son solo los que se realizan entre sujetos que compiten entre sí en el mercado, sino que abarca también los actos en distintos niveles productivos, o incluso actos realizados sin ni tan siquiera participar en el mismo sector o actividad. Lo relevante, como ya hemos indicado, es que el acto se realice en el mercado y la finalidad concurrencial, aunque la deslealtad no implique una pugna directa con el afectado, siendo suficiente la deslealtad y la afectación del mercado competitivo, siempre que existan los dos requisitos referidos y a los que nos referimos a continuación.

El primer requisito viene referido a la exigencia de que el acto de deslealtad se realice en el mercado. Ello significa que la actuación prohibida anticompetitiva debe exteriorizarse, manifestarse públicamente[17]. La actuación lesiva del ámbito concurrencial sólo lo es a los efectos de la aplicación de la LCD cuando se desenvuelve en el ámbito en el que la acción del operador económico, participante en el mercado, desarrolla su actividad. Por ello, debe revelarse esa conducta en aquellos ámbitos en los que se actúa para promover los bienes o servicios de quien concurre. Sólo si el acto se muestra a terceros, partícipes en ese mercado, es posible cumplir este requisito, lo que elimina actuaciones internas o actuaciones ante autoridades administrativas o judiciales, siempre que el partícipe no revele al mercado la deslealtad a través de la exteriorización de las conductas no mostradas. Por ello, se dejan fuera aquellas conductas que no tengan trascendencia externa al no poder alterar la competencia en su aspecto institucional[18].

El requisito de los fines concurrenciales es más complicado de configurar y delimitar. Como muy bien se ha dicho, este es un requisito *ex post* del anterior, puesto que sólo si se realiza en el mercado puede tener fines concurrenciales[19]. Por el contrario, no todos los actos, aun desleales, contrarios a la buena fe, o tipificados en la propia LCD, realizados en el mercado tienen fines concurrenciales.

Como premisa, corresponde afirmar que el fin concurrencial exigido sólo puede devenir de la existencia de una actuación en el marco de una actividad empresarial o profesional que pretende competir en el mercado en el que realiza la deslealtad. Sólo si pretende competir por la clientela es posible afirmar esa finalidad. Por el contrario, quien participe en el mercado sin fines competitivos no estaría sujeto a las disposiciones de la competencia desleal, puesto que su conducta no es de competencia.

---

(17) BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Artículo 2. Ámbito objetivo», en BERCOVITZ, A. (dir.), *Comentarios a la Ley de Competencia Desleal*, Cizur Menor (Navarra), 2011, p. 80.

(18) DE LA VEGA GARCÍA, F., *Responsabilidad civil derivada del ilícito concurrencial*, Madrid, 2001, p. 147.

(19) BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., «Artículo 2. Ámbito objetivo…, *cit*., p. 81.

La Ley ha establecido una presunción de finalidad concurrencial, al entender que esta se produce cuando, en función de las circunstancias en que el acto se desarrolla, el mismo se muestra objetivamente idóneo para la competencia, esto es, para promover o asegurar la difusión en el mercado de las prestaciones propias o de un tercero. Por lo tanto, la presunción viene a exigir que el acto sea adecuado para promover o difundir las prestaciones de quien realiza la deslealtad o de otro sujeto. Además el acto ha de revelarse objetivamente, lo que excluye de análisis el elemento subjetivo del autor, y permite incluir actuaciones sin pretensiones competitivas, ya que lo relevante es la idoneidad para concurrir en el mercado, aunque no fuera ese el objetivo pretendido.

Por otro lado, también se incluirían tentativas de actuaciones anticompetitivas, si se muestran con condiciones objetivas de promoción o difusión de prestaciones en el mercado, aunque no consigan su objetivo. Esto último lo ratifica el nuevo apartado 3 del art.2 LCD, introducido por la reforma de 2009, en cuanto determina la aplicación de la Ley a todos los actos, con independencia de que se realicen antes, durante o después de una operación comercial o contrato, incluso aunque este no llegue a celebrarse. Por ello, lo relevante es la potencialidad de la actuación como idónea para «colocar» en el mercado determinadas prestaciones, y no el resultado final de esa pretensión.

Repasando los requisitos, no habrá fin concurrencial cuando no se promueven o difunden en el mercado prestaciones propias o de un tercero. Así, si el autor de la actuación lesiva no es concurrente en el mercado no cabe afirmar dichos fines, y no será sujeto del ámbito de aplicación de la norma. Así se ha pronunciado nuestra jurisprudencia en un supuesto de afirmaciones vertidas sobre un establecimiento por una sociedad cooperativa de consumidores y usuarios, negando la condición de empresa concurrente a ella cuando publica informaciones sobre una empresa en una revista para sus socios[(20)]. El fundamento de la exigencia del «fin concurrencial» en la conducta desleal para situarla en el ámbito de aplicación de la legislación sobre competencia desleal está en someter, a quienes participan en el mercado compitiendo para captar la clientela incitando a ésta a la adquisición de las prestaciones que se ofrecen por quien realiza dicha conducta, a un plus de diligencia. Su actuar no está ni debe estar sometido a las reglas generales de conducta, en el que cabrían reproches si causa daños o incurre en ilícitos penales o administrativos, sino que basta con que se violen las reglas de lealtad en el mercado, aun sin lesión, aun sin violación de tipos de derecho sancionador, para que sea merecedora de un trato especial.

La competencia exige un actuar diligente y leal a quienes se sirven de ella. Si se compite no se puede hacer de cualquier manera, pero sólo quienes compiten quedan sometidos al especial régimen de la lealtad competitiva. Por lo tanto, cualquier sujeto que pueda realizar conductas constitutivas de deslealtad no se somete al correspondiente régimen

---

(20) *«… porque la publicación de un artículo informativo, que no denigratorio, por una sociedad o asociación o cooperativa de consumidores, sobre un bien de consumo, no estaría jamás en el ámbito de la competencia desleal, lo que deriva de la filosofía de la Ley, inspirada en el Derecho comunitario, como sistema de ordenación y control de los comportamientos desenvueltos en el mercado y relacionados con el intercambio de bienes y servicios, sin malas artes concurrentes; el bien jurídico protegido es la competencia y, en concreto, la competencia económica, siendo la libertad de competencia, contenido esencial de la libertad de empresa proclamada constitucionalmente.*

No se ha producido, pues, acto alguno de competencia desleal, con fines concurrenciales; la sociedad demandada no es una empresa concurrente, su publicación no se incardina en la previsión de los artículos 1 y 2 de la Ley Competencia Desleal» [STS (S. 1.ª) de 3 de febrero de 2005].

si no ha actuado con pretensiones concurrenciales. Lo relevante es si el sujeto actor de la deslealtad ha estimulado con su conducta la adquisición de las prestaciones que ofrece él, o un tercero, en el mercado.

Ya estamos en condiciones de analizar si los informes de *rating* responden, o no, a una finalidad concurrencial. Si observamos unos informes similares emitidos, de un lado, por una Agencia de *Rating* y, por otro, por una entidad de supervisión, con una atribución de consecuencias idénticas, existe una severa diferencia entre los dos. Esa distinción es la finalidad que persiguen con la publicidad y puesta a disposición del mercado. En el segundo supuesto, el propósito se encuentra en la transparencia, la simetría informativa, la advertencia a los partícipes en el mercado, la tutela de los bienes jurídicos protegidos y, en general, el ejercicio de las funciones atribuidas por el ordenamiento. En el primer caso, su objetivo es el concurrencial, competir en el mercado con sus calificaciones y, posiblemente, ganar en reputación y en cuota de mercado.

La publicación de informes no solicitados por parte de las agencias de *rating* tiene finalidad concurrencial, que se revela idónea para fomentar la contratación de los servicios de calificación que ofrecen en el mercado. La existencia de plazos de *vacatio* en los que se puedan comprometer a no contratar con la entidad emisora calificada no implica negar dicha finalidad, puesto que no es presupuesto de esta que existan o vayan a existir relaciones comerciales fruto del acto realizado en el mercado. Lo relevante es el objetivo perseguido de promover las prestaciones, en este caso, propias de calificación crediticia. De hecho, seguiría siendo concurrencial incluso aunque le estuviera prohibido a la agencia de *rating* contratar con las entidades calificadas por informes no solicitados, puesto que con la publicación del informe se busca atraer clientes, bien alimentando el elemento reputacional con los informes emitidos, bien a través del efecto intimidatorio que supone para los no calificados quedar al albur de una calificación no contratada. En este sentido se pronuncia el art. 2.3 LCD cuando aplica el ámbito objetivo de la norma a cualquier acto de competencia desleal, anterior o posterior a una operación comercial o contrato, «independientemente de que éste llegue a celebrarse». La existencia de este elemento no depende ni de las intenciones ni de que la acción logre los objetivos propuestos[21].

Si partimos de la premisa básica de que las agencias de *rating* elaboran sus informes en el marco de su objeto social, como entidades dedicadas profesionalmente a la calificación crediticia, parece posible afirmar que la publicación de dichos informes, sin previa solicitud del emisor o inversor, es un acto concurrencial en el mercado que no sólo responde a fines divulgativos o informativos para terceros sobre la solvencia del emisor analizado. Es el acto de publicar el informe de calificación en el mercado el que tiene naturaleza concurrencial al pretender con ello asegurar la colocación de los servicios de calificación que ofrece, mostrando con ello los efectos que dicha publicación conlleva. Su naturaleza concurrencial implica el sometimiento del informe al régimen de exigencias de competencia leal, exigible tanto en el ordenamiento comunitario como en los ordenamientos nacionales. La actividad de la calificadora es precisamente emitir esos informes, y mediante su emisión en el mercado obtienen sus recursos financieros. Hacer públicos los resultados de su objeto constituye un acto competitivo, obtengan, o no, la contratación de la entidad calificada.

(21) MASSAGUER FUENTES, J., *Comentario a la Ley de Competencia Desleal*, Madrid, 1999, p. 123.

La existencia de la finalidad concurrencial del informe de calificación no solicitado permite albergar la posibilidad de someter a estos al régimen de competencia desleal en el ordenamiento español, en especial a determinadas conductas tipificadas en la LCD, como el «acto de denigración» (art. 9 LCD). La aplicación de esta institución a aquellas conductas implica determinadas ventajas para el emisor si los informes constituyen deslealtad, ya que el ordenamiento le legitima para ejercitar las acciones previstas para actuar contra estos actos. Ello no limita la tutela a exigir una reparación de daños y perjuicios que habrían de imputarse, en todo caso, a la publicación del informe de calificación, a lo que se añade la exigencia del dolo o culpa grave, en este caso, de la propia Agencia de *Rating*. Por el contrario, será posible ejercitar otras acciones, como la cesación de la publicidad de la calificación, de remoción de los efectos de esta última o de rectificación de las informaciones de calificación vertidas si son incorrectas o falsas, para cuyo ejercicio no es necesario acreditar ni la existencia de daños imputables ni la existencia de dolo o culpa de la agencia en la elaboración de la calificación efectuada.

Si el bien jurídico competencia no sólo sirve a los efectos de protección de los competidores, sino también de los consumidores y del propio mercado, la publicación del informe ha de realizarse en el marco de lealtad propia de los operadores del mercado, para poder tutelar todos los intereses en juego. La agencia de *rating* ha de publicar exclusivamente informaciones que no violen la buena fe exigible en las relaciones mercantiles. Por ello, si dicho informe viola la regulación de la competencia desleal quedará sometido a los efectos que de ello derivan.

No parece razonable prohibir los informes no solicitados, puesto que en determinadas circunstancias permiten quebrar ciertos sesgos derivados de los informes solicitados y retribuidos por el emisor y los posibles conflictos de intereses que de ello dimanan. Si el informe es certero, reduce la asimetría informativa y lo hace sin coste para los inversores.

Lo que tampoco parece aceptable es verter opiniones/dictámenes/informes no acertados sobre un tercero minando su crédito en el mercado y dejar a éste como única solución el amparo del Derecho de Daños, cuando con ello se lesiona no sólo el interés del emisor, sino también los de los inversores y los del propio mercado, que se ve afectado por tensiones artificialmente creadas. El mercado no puede permitirse que quien así actúa no pueda ser contrarrestado por todos los que en él participan, cuando la conducta desleal persigue fines egoístas de concurrencia, consiguiendo su propósito a costa de otros partícipes.

RATING Y RESPONSABILIDAD CIVIL. UNA PRIMERA REFLEXIÓN

MARIANO YZQUIERDO TOLSADA

Catedrático de Derecho Civil. Universidad Complutense de Madrid
Consultor de CMS Albiñana & Suárez de Lezo

SUMARIO

I. ¿PRODUCTOS DEFECTUOSOS, CONSEJOS DEFECTUOSOS O LAS DOS COSAS?

II. UNA ESFERA O ÁMBITO PRÓXIMO, PERO NO MUCHO; LAS SOCIEDADES DE CALIFICACIÓN DE BUQUES.

III. EL MODELO DE LA RESPONSABILIDAD DE LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN.

I. ¿PRODUCTOS DEFECTUOSOS, CONSEJOS DEFECTUOSOS O LAS DOS COSAS?

Se me ha llamado para concluir el listado de ponencias con una intervención sobre responsabilidad civil de las agencias de *rating*. Es ésta una Jornada que se titula «Las agencias de *rating* en una nueva encrucijada», y además, la misma se engloba dentro de una iniciativa organizada y presentada por mi compañero, el profesor Alberto TAPIA HERMIDA. Dos razones que hacen que mi agradecimiento deba ser especialmente sincero. Primero porque es él quien de verdad sabe de esto, como ha tenido ocasión de comprobar cualquiera de ustedes si ha tenido a la vista su monografía *Las agencias de calificación crediticia*, publicada hace dos años[1], que tuvo sus antecedentes en un artículo publicado en la *Revista de Derecho del Mercado de Valores*[2]. Y segundo, porque ante todo yo he venido aquí a aprender, cosa que he hecho, y mucho, escuchando a todos cuantos me han precedido en el uso de la palabra.

En la contraportada de la monografía de TAPIA HERMIDA se puede leer que «todos los informes públicos y privados sobre la crisis financiera global se han coincidido en identificarlas como los principales culpables de dicha crisis o, al menos, de su propagación a través de los mercados financieros mundiales ya que, primero, dieron las máximas

(1) TAPIA HERMIDA, *Las agencias de calificación crediticia*, ed. Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2012.

(2) TAPIA HERMIDA, «La responsabilidad de las agencias de calificación crediticia (agencias de *"rating"*)», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 7, 2010, pp. 9 y ss.

calificaciones a emisores e instrumentos financieros de dudosa solvencia que acabaron quebrando y, después, no corrigieron aquellas calificaciones para adaptarlas al deterioro de la solvencia de los emisores e instrumentos calificados».

Pues bien: ¿existe alguna respuesta o reacción desde el Derecho civil? La respuesta nos la han dado hace menos de un mes desde las antípodas. En efecto, la sentencia pronunciada por el Tribunal Federal de Australia el 5 de noviembre de 2012 ha venido a condenar a Standard & Poors por una calificación engañosa. Para comercializar su producto —a saber, unos valores cuyos rendimientos o pérdidas para quienes los compraran irían en función de la evolución que siguieran unos índices de intercambio de seguros de crédito—, ABN Amro necesitaba que una agencia considerada como independiente proclamara que los valores eran seguros porque seguro era que serían pagados a su vencimiento. Y fue Standard & Poors quien les dio la ansiada triple A (AAA), sin haber aplicado un modelo propio para la estimación de las pérdidas y —lo que es tal vez peor— utilizando un modelo propuesto por el propio banco. Como dice Jesús ALFARO, «si S&P hizo manifestaciones engañosas y éstas se tuvieron en cuenta por sus destinatarios para tomar una decisión económica —comprar los valores— y los compradores sufren pérdidas, S&P es responsable, al menos extracontractualmente, por haber causado un daño a otro interviniendo culpa o negligencia sin necesidad de aplicar normas especiales»[(3)].

En nuestro país, por el momento, todo ha consistido en cargar las tintas en otra dirección, cuando los clientes insatisfechos han hecho valer judicialmente sus derechos contra las entidades que comercializaron los productos ruinosos. Se trata de sentencias interesantes que, de dar alguna satisfacción al frustrado inversionista, lo hacen por la vía del incumplimiento por parte del banco o Caja del deber de información o hasta por la vía de la nulidad del contrato por vicios del consentimiento.

Así, y entre otras, la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 1 de Madrid de 2 de septiembre de 2009 condenó a Altae a pagar una indemnización, haciendo notar que ese deber de información se encuentra acentuado desde noviembre de 2007, ya que la normativa que transpuso la Directiva sobre Mercados e Instrumentos Financieros otorga a los compradores la categoría de clientes minoristas, y en esa medida son acreedores del máximo nivel de protección. Por su parte, la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia de Badajoz de 24 de noviembre de 2009, que también concede la indemnización, entendió que no procedía acordar la nulidad que (aquí sí) se solicitaba por el demandante, a lo que el Juez contestó que no procedía declararla, precisamente porque en la fecha de comercialización del producto en cuestión por parte de Citybank aún no había entrado en vigor la Ley del Mercado de Valores.

Ambas sentencias entienden que el *quantum* indemnizatorio no puede consistir en el capital invertido. De manera diferente, la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 71 de Madrid, de 9 de junio de 2010, condenó a Bankinter a pagar el capital invertido, restando el valor que tuviera el bono en el momento del pago de la indemnización. Así también ocurre en la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 87 de Madrid, de 2 de marzo de 2010. Por su parte, en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia de

(3) ALFARO, blog del lunes 5 de noviembre de 2012. En <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2012/11/responsabilidad-de-las-sociedades-de.html>.

15 de febrero de 2011 se halla una construcción más precisa en términos de teoría general de la responsabilidad contractual, por cuanto, al no haberse solicitado la nulidad del contrato por el demandante, lo que no procedía era pagarle una cantidad equivalente al interés contractual negativo, esto es, la que supusiera colocar al inversionista en la situación en la que estaría de no haber celebrado el contrato.

La Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 5 de Madrid resulta contundente. Aquel anciano sí interesaba la nulidad, y, subsidiariamente, que se declarara que no hubo información por parte de Barclays Bank acerca del contrato que iba a celebrar ni, con posterioridad, recomendación alguna sobre los inconvenientes que podía haber si se mantenía la inversión a la vista de los acontecimientos. Por no informar, ni se le había dado la información sobre la identidad del emisor. La lógica de los vicios del consentimiento se utiliza en la sentencia para devolver la totalidad de lo invertido (interés contractual negativo). Todo lo contrario a lo que sucedía en el caso de la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 11 de Barcelona de 8 de septiembre de 2009: en el caso no quedaba acreditada mala praxis bancaria, dada la notable altura de la cultura financiera de los actores.

Son solamente algunas de las sentencias recaídas en los últimos años, todas demostrativas de que, por el momento, las reacciones han ido dirigidas de manera constante contra la entidad bancaria, pero no contra el autor de la información equivocada, información que se encuentra en la misma base de la opinión facilitada al mercado por unas entidades de calificación de las que se espera una sola palabra sobre la bondad de un bono, sobre lo que cabe esperar de un banco y lo aconsejable o no para un ciudadano o entidad de invertir de esta manera o de aquélla. O sobre la buena salud o el estado comatoso en el que se dice que la economía de determinado Estado se halla.

El asunto es grave, pues tanta culpa tiene el banco que comercializa unos valores que pueden acabar no valiendo nada sin informar al cliente sobre el terreno en el que se va a meter, o que sigue sin informar cuando resulta que el terreno está sobrevenidamente lleno de minas, como esa entidad de *rating* que, lejos de advertir al mercado de los inconvenientes, se permite el lujo de aconsejar con grandes alardes sobre las virtudes de aquéllos. Y cuando resulta que «se vende» que Madame Bovary es la mejor para dar lecciones de castidad, la verdad es que el resultado promete poco. Ha llegado el momento de que la responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia deje de ser un divertimento académico y se pueda plantear en la práctica de tal manera que no campen a sus anchas y, al mismo tiempo, el mercado pueda seguir contando con una información solvente y ajustada.

II. UNA ESFERA O ÁMBITO PRÓXIMO, *PERO NO MUCHO;* LAS SOCIEDADES DE CALIFICACIÓN DE BUQUES

Hay quien ha planteado si no sería conveniente tener a la vista el papel que en el Derecho marítimo juegan las sociedades de calificación de buques. Al fin y al cabo, también ellas actúan merced a un contrato de clasificación naval que obliga a la sociedad a prestar un servicio de inspección, control y aprobación de la navegabilidad de un buque —ciertamente, las agencias de *rating* no siempre actúan desde tal plataforma contractual, y de ello da fe la intervención sobre *ratings* no solicitados con la que nos ha obsequiado el profesor

Alfredo MUÑOZ en esta Jornada—; y ciertamente, también de su labor calificadora puede nacer una responsabilidad extracontractual frente a los terceros que confían en la corrección de la calificación otorgada a un buque (sin ir más lejos, los aseguradores que aceptaron asegurar el buque o los fletadores que embarcaron en él sus mercancías). De hecho, la jurisprudencia de Europa continental sigue los pasos trazados por la de los Estados Unidos y no la línea más que discutible que marcara en el Reino Unido aquella sonada exoneración de 1995, que entendía que la relación de causalidad entre la negligente calificación de navegabilidad y las pérdidas ocurridas era *too remote*.

Pese a los parecidos, a mí no me resulta fácil encontrar la analogía entre las sociedades de clasificación de buques y las agencias de calificación crediticia. La labor de aquéllas precisa de una tarea de inspección que llevan a cabo inspectores de equipos marinos, técnicos eléctricos, ingenieros y arquitectos navales, etc. Alguien, en fin, de quien se espera un juicio exacto del estado de un buque y del cumplimiento por éste (o no) de su nivel de estabilidad, seguridad, impacto ambiental, etc.; o lo que es lo mismo, una información rigurosamente objetiva en cuanto que basado en análisis experimentales donde está presente la hidráulica, la electricidad y la hidromecánica. Pura ciencia física. Y es verdad que las agencias de *rating* analizan constantemente diferentes variables financieras (solvencia, nivel de endeudamiento, ingresos recurrentes, capacidad de financiación…), y ello con una metodología que es discutible en sí misma, por su propia naturaleza, pero de la que depende la calificación.

Y por no hablar de la posibilidad, bien demostrada, de que existan intereses más o menos espurios de todo tipo y condición. Precisamente para ilustrarme sobre la credibilidad de las agencias, ya pensando en mi intervención en la Jornada organizada por Alberto TAPIA, se me ocurrió entrar en Internet y apreciar los comentarios de los internautas a algunas noticias económicas de los últimos años. Se decían en la red cosas interesantes de Standard & Poors, de Moody's y de Fitch:

> «…[c]uando las cosas funcionan —se podía leer el 12 de enero de 2010[(4)]—, es decir, que la opinión del mercado (la de las agencias de *rating*) nos favorece, el Gobierno no para de elogiar la bondad y la necesidad de que existan este tipo de agencias. Pero cuando esta relación no es tan amistosa, en lo que a opiniones se refiere, pasa todo lo contrario. Hace unos días, nuestro Presidente J. L. Rodríguez Zapatero y su equipo económico han empezado a transmitir por activa y por pasiva que dichas agencias no son muy relevantes de cara a transmitir la realidad financiera. Indudablemente, la metodología que siguen las agencias de *rating* de cara a realizar sus valoraciones es discutible, al igual que la posibilidad conocida de que existan intereses económicos, políticos y de credibilidad. Pero lo que no podemos admitir como ciudadanos y agentes económicos es que existan personas que crean que la sociedad vive en la ignorancia, y que además piensen que se evalúe la bondad o la fatalidad de estas agencias en función de la valoración oportunista que le otorgue el Gobierno de turno».

Pero obsérvese la apreciación de un comentarista apodado *Chowdown* —y disculpe el lector que utilice una fuente tan poco académica; sólo trato de poner de manifiesto lo que es una simple opinión bastante compartida—:

(4) «Agencias de *rating*, ¿buenas o malas?», <www.elblogsalmon.com>.

«Las agencias de *rating*, de forma conceptual, son totalmente necesarias. De hecho, si funcionaran como se supone que deberían hacerlo, serían un instrumento imprescindible del sistema financiero. Pero en la práctica es un mercado oligopolístico con tres empresas que son capaces de dar la máxima calificación crediticia a organizaciones que tienen los pies de barro y, por ende, una menor calificación crediticia a organizaciones saneadas que pueden dejar de estarlo cuando Moodys, S & P y Fitch abren la boca.

Sus informes hay que seguir teniéndolos en cuenta por la sencilla razón de que son los únicos informes que hay; pero en mi opinión su credibilidad ha quedado muy dañada. Y esto, obviando que también da pie a que muchas veces se use de forma demagógica cuando algún gobierno/organización de reducir su calificación crediticia; es una verdad tan empírica como que 2 + 2 son 4».

A ello añadía *Carlos*:

«Resulta difícil ser imparcial cuando a quien estás calificando es quien te paga. Además sería más beneficioso que fuesen más transparentes en lo que se refiere a sus métodos de análisis.

Sin embargo, es cierto que lo que ofrecen son meras opiniones, meras especulaciones bien fundadas sobre lo que creen que va a pasar. Si se quiere tomar en cuenta sus predicciones, pues se hace, pero si después resulta que has invertido mal por haberte basado en sus informes, la culpa es tuya.

Lo que no se puede hacer es ponerlas por las nubes cuando te califican con una triple AAA y después desechar sus informes cuando deciden bajarte la calificación. Públicamente sí, comprendo que Zapatero quiera salvar la cara, pero espero que privadamente el PSOE se tomen muy seriamente el significado de esa baja calificación y que actúe en consecuencia (o mejor que no actúe, ya que cosa que hacen, cosa que estropean)».

Finalmente, decía así el internauta *Carlitos Way*:

«Las agencias de *rating* no tienen ninguna credibilidad más que la de seguirle la comparsa. Esta burbuja ha demostrado que no sólo son ineficientes sino una gran fuente de corrupción.

Ahora bien, son necesarias, como se señalaba en el comentario anterior, porque son como el director de orquesta necesario a partir del cual los demás siguen el ritmo.

El actual sistema financiero tiene sus contradicciones y las agencias de *rating* es una de las más claras».

En fin, cuando en España llevamos varios años escuchando que, más allá de las medidas de recorte articuladas por los Gobiernos de PSOE y PP, es hora de plantearse si resulta viable un Estado en el que existen competencias duplicadas y hasta triplicadas (administraciones central, autonómicas y locales), debido a que el diseño de la Constitución de 1978 se ha ido literalmente de las manos[5], no es extraño que las calificaciones otorgadas por

(5) Resulta de lectura imprescindible la obra de Santiago MUÑOZ MACHADO, *Informe sobre España. Repensar el Estado o destruirlo*, ed. Crítica 12, Barcelona, 2012.

las agencias a la deuda pública española hayan dependido de factores tan diversos como el retraso en que incurrió el Tribunal Constitucional para dictar la polémica STC 31/2010, de 28 de junio, sobre el nuevo Estatuto de Autonomía de Cataluña, o como las encuestas de intención de voto previas a las elecciones autonómicas…

En el estricto terreno de la responsabilidad por daños y perjuicios, no son comparables, a mi juicio, las informaciones que sobre la navegabilidad de los buques llevan a cabo las sociedades de clasificación con las opiniones que emiten las agencias de *rating*. Ni en términos, naturalmente, de relación de causalidad ni tampoco en términos de factores de atribución de los daños. Si para las primeras no resulta difícil hablar en términos de estricta responsabilidad objetiva, el análisis de la responsabilidad de las agencias de calificación crediticia debe hacerse desde el campo de la responsabilidad subjetiva o por culpa. Más cercano me resulta, por consiguiente, el modelo que la jurisprudencia española ha edificado en sede de responsabilidad de los medios de comunicación, como diré seguidamente.

III. EL MODELO DE LA RESPONSABILIDAD DE LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

Una jurisprudencia constante permite decir con seguridad, ya más de 30 años después de aprobada la Ley Orgánica 1/1982, de 5 de mayo, de Protección Jurisdiccional de los Derechos al Honor, la Intimidad Personal y Familiar y la Propia Imagen, que una cosa son las informaciones y otra las opiniones. La rectitud de una información periodística conoce el límite de la veracidad; pero las opiniones, las ideas o las creencias no son verdaderas ni falsas.

Pero tampoco veracidad significa verdad. Para que haya intromisión ilegítima en los derechos protegidos no es suficiente con que nos encontremos ante una falsedad objetiva. Basta con que las informaciones no sean veraces; no se exige la exactitud, la total adecuación entre el suceso y la información que sobre él se publique. Dice la STC 6/1988, de 21 de enero (RTC 1988, 6), que las afirmaciones erróneas son inevitables en un debate libre, y, si se exigiese la verdad como condición para el ejercicio de la libertad de información, ni habría libre desenvolvimiento de la tarea del periodista ni, lo que es peor, libre acceso del ciudadano a la información veraz. La única garantía de la seguridad jurídica sería el silencio. Si hay investigación por el informador, comprobación rigurosa de los hechos, tarea de búsqueda de contraste y no mera elucubración o conjetura, la información es veraz, aunque pueda no reflejar la verdad material, y no existe difamación ni intromisión ilegítima alguna en el derecho al honor —aunque pueda, eso sí, haberla en el derecho a la intimidad o en el derecho a la propia imagen, que no es lo que aquí nos interesa—:

> «Cuando la Constitución requiere que la información sea veraz no está tanto privando de protección a las informaciones que puedan resultar erróneas —o sencillamente, no probadas en juicio—, cuanto estableciendo un específico deber de diligencia sobre el informador a quien se le puede y debe exigir que lo que transmita como "hechos" haya sido objeto de previo contraste con datos objetivos, privándose así de la garantía constitucional a quien, defraudando el derecho de todos a la información, actúe con menosprecio de la veracidad o falsedad de lo comunicado. El ordenamiento no presta

su tutela a tal conducta negligente, ni menos a la de quien comunique como hechos simples rumores o, peor aún, meras invenciones o insinuaciones insidiosas, pero sí ampara en su conjunto la información rectamente obtenida y difundida, aun cuando su total exactitud sea controvertible».

En la misma línea, las SSTS de 5 de julio y 20 de noviembre de 1999 (RJ 1999, 5898 y 1999, 36784, respect.), 13 de marzo de 2000 (EDE 2511), 8 de marzo de 2001 (RJ 2001, 2598), 26 de abril de 2001 (RJ 2001, 2038), 11 de diciembre de 2003 (RJ 2003, 1153) o 18 de marzo de 2004 (RJ 2004, 1640), o las SSTC 21/2000, de 31 de enero (RTC 2000, 21), 61/2004, de 19 de abril (RTC 2004, 61), 69/2006, de 13 de marzo (RTC 2006, 69) y 216/2006, de 3 de julio (RTC 2006, 216), por citar sólo alguna. O lo que es lo mismo: la responsabilidad civil, en materia de periodismo es subjetiva o por culpa. Así, para que un medio de comunicación informe sobre las circunstancias en las que falleció una parturienta, y lo haga de modo lícito aunque gravemente lesivo para la reputación profesional del ginecólogo, tendría que haber recabado mucha más información que la que se obtuvo en el caso resuelto por la STS de 25 de febrero de 1991 (RJ 1991, 1597), en el que únicamente se había hablado con el marido de la fallecida. No bastan las hipótesis o suposiciones: el derecho a la información decae «cuando se presentan como hechos lo que son simples rumores o meras insinuaciones», dice la STS de 22 de enero de 2002 (RJ 2002, 20).

En cambio, y vuelvo a insistir, las opiniones no son ni verdaderas ni falsas ni veraces (por más que puedan resultar también atentatorias del derecho al honor si contienen expresiones vejatorias, o agredir el derecho a la intimidad si se refieren, por ejemplo, a extremos de la vida privada de una persona, por definición extremos no noticiables). Y lo que hacen precisamente las agencias de calificación crediticia no es otra cosa que opinar. Ciertamente, se trata de opiniones previamente basadas en datos pretendidamente objetivos, pero siempre encadenados al servicio de un silogismo en el que alguna de las premisas es, casi por definición, discutible.

Y en semejante escenario, sólo cabe utilizar las herramientas clásicas de la responsabilidad civil, lo que obliga a verificar si ha existido una acción u omisión (que, como dice TAPIA HERMIDA, podrá consistir en una norma, en un contrato o hasta en un código de conducta [(6)]) vinculada a un daño por medio de una adecuada relación de causalidad, *pero también si ha existido culpa o negligencia en el autor de la calificación*. En mi opinión, las tendencias hacia la responsabilidad objetiva no deben, en general, afectar a la responsabilidad derivada de consejos opiniones expertas. El profesional tendrá que emplear todo su saber y cualificación, pero no puede garantizar resultados concretos. Una solución distinta sólo podría provocar una disminución notable de la cantidad de información disponible en el mercado, y, lo que tal vez sería peor, incrementaría su precio sin que aumentase su calidad[(7)].

(6) TAPIA HERMIDA, «La responsabilidad de las agencias…», *cit*., p. 28.

(7) FRADES DE LA FUENTE*, La responsabilidad profesional frente a terceros por consejos negligentes*, ed. Dykinson, Madrid, 1999, p. 200.

CONCLUSIONES DE LA JORNADA

ALBERTO J. TAPIA HERMIDA

Catedrático (acreditado) de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid

SUMARIO

I. PRESENTACIÓN.

II. LA CUESTIONADA CREACIÓN DE UNA AGENCIA EUROPEA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA.

III. LA COMPETENCIA ENTRE LAS ACCS COMUNITARIAS Y EXTRACOMUNITARIAS.

IV. LAS CALIFICACIÓN DE LAS DEUDAS SOBERANAS.

V. LA INDEPENDENCIA Y LOS CONFLICTOS DE INTERESES DE LAS ACCS.

VI. LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LAS ACCS.

I. PRESENTACIÓN

He de comenzar esta Ponencia que pone punto final a la Jornada sobre «Las agencias de *rating* en una nueva encrucijada»[(1)] agradeciendo muy sinceramente, en nombre de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, la hospitalidad de Bolsas y Mercados Españoles al acogernos en esta magnífica sede de la Bolsa de Madrid, sita en la Plaza de la Lealtad. También debo agradecer a nuestro Departamento de Derecho Mercantil de la UCM, representado por su Director, el profesor Adolfo Sequeira, su apoyo científico en la organización de este evento. Y, desde luego, la gratitud se extiende a los ponentes que tan eficaz como amablemente han intervenido a lo largo de la tarde para exponer algunos de los aspectos más importantes y conflictivos de la regulación de las agencias de calificación crediticia (en adelante, ACCs).

Sostienen algunos investigadores que el cerebro humano no es capaz de mantener la atención concentrada en un discurso más allá de los 21 minutos. Otros prolongan esa capacidad de concentración hasta los 35 minutos. Pues bien, dado que Ustedes llevan atendiendo a las ponencias precedentes desde las 16:30 horas y dado que son las 19:50 horas, incluso en la hipótesis más optimista, hemos sobrepasado ampliamente lo que se puede

(1) Este es el texto de la Ponencia que se presentó a la Jornada mencionada, celebrada en la sede de la Bolsa de Madrid, el pasado día 27 de noviembre de 2012, actualizada en alguno de sus extremos a 8 de febrero de 2013.

esperar de su atención e incluso de su cortesía. Sin embargo, confiando en que el interés de las ponencias previas haya sido capaz de desafiar toda tentación de distracción, movida quizás por el cansancio; no quiero abusar de su esfuerzo auténticamente heroico y, por ello, limitaré mi intervención a reseñar, en no más de quince minutos, algunas de las novedades más recientes en lo que toca a estas ACCs.

A lo largo de esta Jornada que ahora acaba hemos podido comprobar cómo este «lugar en donde se cruzan dos o más calles o caminos» (primera acepción de «encrucijada» en el DRAE), es también, en gran medida —en cuanto a las ACCs se refiere— una «situación difícil en la que no se sabe qué conducta seguir» (tercera acepción de «encrucijada» en el DRAE). Y ello es así porque los caminos que desde siempre cruzan la vida de estas ACCs (su independencia, sus conflictos de intereses, su remuneración, su responsabilidad y la competencia entre ellas) siguen planteando problemas de regulación difíciles de solventar, cuando vemos que, en fechas recientes, se publican estudios solventes que demuestran empíricamente un sesgo clientelar en sus calificaciones; que sus degradaciones de las deudas soberanas son enérgicamente contestadas por los Estados emisores que les acusan, una vez más, de causar efectos procíclicos; o que su oligopolio —en realidad, su duopolio— se refuerza más si cabe en la práctica[2]. En todo caso, conviene recordar que las calificaciones crediticias de estas tan denostadas ACCs siguen influyendo de forma decisiva en los mercados financieros, y que la dependencia regulatoria de estas calificaciones que se considera tan insana está lejos de reducirse.

El método que seguiremos en nuestra exposición será el de seleccionar algunas noticias particularmente relevantes sobre las ACCs acaecidas en los últimos meses y ponerlas en relación con algunos de los caminos de la encrucijada actual de estas ACCs, con las ponencias que se han desarrollado en esta Jornada y con la Propuesta de Reglamento comunitario de noviembre de 2011 que modifica el Reglamento vigente de 2009[3].

II. LA CUESTIONADA CREACIÓN DE UNA AGENCIA EUROPEA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

El 21 de junio de 2012, el Comité Económico y Social europeo publica su Dictamen sobre la Propuesta de Reglamento de 15 de noviembre de 2011.

Dicho Dictamen[4] critica, por una parte, a las ACCs porque su propia estructura de propiedad propicia los conflictos de intereses, por su falta de independencia, por su falta

(2) Sobre estas cuestiones queremos destacar la obra de GARCÍA ALCUBILLA, R./RUIZ DEL POZO, J., *Credit Rating Agencies on the Watch List. Analysis of European Regulation*, Oxford University Press, 2012.

(3) Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia. Bruselas, 15-11-2011. COM (2011) 747 final. 2011/0361 (COD). *Vid*. recientemente los documentos MEMO/13/13 de la Comisión Europea de 16 de enero de 2013, sobre las «New rules on credit *rating* agencies (CRAs) – frequently asked questions», y MEMO/13/14 de la Comisión Europea de 16 de enero de 2013, sobre el «Statement by Commissioner Michel Barnier following the vote in the European Parliament on new European rules to regulate credit *rating* agencies»; así como la Nota de Prensa del propio Parlamento Europeo de 16-01-2013 (14:30) sobre «Tougher credit *rating* rules confirmed by Parliament's vote».

(4) *Vid*. nuestra noticia «Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre las agencias de calificación crediticia» en esta *RDBB*, núm. 127, 2012, p. 322 y ss.

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 las ACCs y su falta de ambición al regularlas. En consecuencia, el CESE hace dos tipos de propuestas fundamentales, que son: primero, crear una ACC europea independiente y, segundo, prohibir la emisión de calificaciones sobre la deuda soberana.

La Propuesta de Reglamento comunitario de noviembre de 2011, que modifica el Reglamento vigente de 2009, tras analizar «la cuestión de la Agencia Europea de Calificación Crediticia» en la evaluación de impacto —tal y como solicitó el Parlamento Europeo en su Informe sobre las agencias de calificación crediticia, de 8 de junio de 2011— 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[5] —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»).

La negativa a crear una Agencia Europea de Calificación Crediticia con fondos públicos se entiende sin perjuicio de facilitar la competencia en el sector mediante dos tipos de iniciativas: por una parte, el estímulo a la entrada de nuevas ACCs privadas, incluso mediante el uso de fondos de la Unión para promover la creación de redes de pequeñas ACCs que podrían compartir sus recursos y beneficiarse así de economías de escala. Y, por otra parte, otras medidas incluidas en la Propuesta dirigidas a aumentar la diversidad y la oferta en el sector, tales como la norma de rotación, que exigirá cambiar periódicamente de agencias, lo que debería abrir el mercado a nuevos operadores; o la prohibición a las grandes ACCs de adquirir otras agencias durante un período de diez años.

III. LA COMPETENCIA ENTRE LAS ACCS COMUNITARIAS Y EXTRACOMUNITARIAS

El 5 de octubre de 2012, la Comisión Europea emite tres Decisiones de ejecución del Reglamento (CE) 1060/2009 que homologan la regulación y supervisión de las ACCs en los EE.UU., Australia y Canadá.

El art. 5.6.2.ª del Reglamento 1060/2009 establece que las calificaciones de una ACC extracomunitaria pueden utilizarse en la Comunidad por los intermediarios financieros e inversores institucionales sin necesidad de que sean refrendadas por una ACC comunitaria siempre que cumplan una serie de condiciones que permitan expedir a su favor una certificación de equivalencia. Para ello, la Comisión debe adoptar una decisión de la equivalencia de la regulación y supervisión del Estado extracomunitario con la comunitaria. Pues bien, el pasado 5 de octubre de 2012, la Comisión Europea emitió tres decisiones de ejecución del Reglamento de 2009 que reconocieron la equivalencia a la normativa comunitaria del

(5) 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 implantaciónm que oscilaría entre los 300 y 500 millones de euros para un periodo de 5 años.

marco jurídico y de supervisión de las regulaciones de las ACCs de los EE.UU.[6], de Australia[7] y de Canadá[8].

Estas decisiones son relevantes en cuanto a la competencia entre las ACCs desde dos puntos de vista: primero, por la importancia a efectos de la competencia internacional entre las ACCs comunitarias y extracomunitarias[9]. Segundo, porque confirman el mantenimiento del oligopolio en el sector. En concreto, podemos hablar de duopolio entre S&P y Moody's y, dado que las matrices de ambas ACCs están ubicadas en los EEU.U., resulta particularmente interesante la referencia que se hace en el considerando (2) de la Decisión respectiva a la constatación de las «diferencias importantes entre el marco normativo estadounidense y el de la Unión (Europea)» que se hacía en el primer Dictamen de la Comisión de 21 de mayo de 2010, antes de la entrada en vigor de la Ley Dodd-Frank de Protección del Consumidor y Reforma de Wall Street de 21 de julio de 2010.

La Propuesta de Reglamento comunitario de noviembre de 2011 que modifica el Reglamento vigente de 2009[10] pretende combatir el altísimo grado de concentración en el mercado europeo de calificaciones introduciendo medidas de normalización y comparabilidad de las propias calificaciones y de los honorarios que reciben las ACCs, e impone a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM o, en su acrónimo inglés, ESMA) la obligación de llevar a cabo algunas actividades de seguimiento de la concentración del mercado (art. 21.5), y a la Comisión la obligación de preparar un informe sobre esta cuestión (art. 39.4).

IV. LAS CALIFICACIÓN DE LAS DEUDAS SOBERANAS

En octubre y noviembre de 2012, las ACCs degradaron las calificaciones crediticias de las deudas soberanas de España y de Francia.

En concreto, en octubre de 2012, S&P degrada la deuda de España por el riesgo político hasta dejarla al borde del bono basura[11]; mientras Moody's no la degrada por el

(6) Decisión de Ejecución de la Comisión de 5 de octubre de 2012 relativa al reconocimiento del marco jurídico y de supervisión de los Estados Unidos de América como equivalente a lo establecido en el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las agencias de calificación crediticia (Texto pertinente a efectos del EEE) (2012/628/UE), publicada en el DOUE L 274, de 9-10-2012.

(7) Decisión de Ejecución de la Comisión de 5 de octubre de 2012 relativa al reconocimiento del marco jurídico y de supervisión de Australia como equivalente a lo establecido en el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las agencias de calificación crediticia (Texto pertinente a efectos del EEE) (2012/627/UE), publicada en el DOUE L 274, de 9-10-2012.

(8) Decisión de Ejecución de la Comisión de 5 de octubre de 2012 relativa al reconocimiento del marco jurídico y de supervisión de Canadá como equivalente a lo establecido en el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las agencias de calificación crediticia (Texto pertinente a efectos del EEE) (2012/630/UE), publicada en el DOUE L 278 de 12-10-2012.

(9) El documento MEMO/13/13 de la Comisión Europea de 16 de enero de 2013 antes citado, en su apartado 21 (p. 11), señala las implicaciones que tendrán las reformas del Reglamento de 2009 para las ACCs extracomunitarias.

(10) El documento MEMO/13/13 de la Comisión Europea de 16 de enero de 2013 antes citado señala, en su apartado 7 (p. 4), el alto grado de concentración en el mercado de calificaciones como una de las razones por las que resulta preciso reformar el Reglamento de 2009. Ver, al respecto, nuestra obra TAPIA HERMIDA, A.J., «Las agencias de calificación crediticia. Agencias de *Rating*», Ed. Thomson Aranzadi, 2010, p. 261 y ss.

(11) *Expansión* de 11-10-2012, p. 27.

apoyo del BCE[12]. Más tarde, en noviembre de 2012, tanto S&P como Moody's degradan la máxima calificación de la deuda de Francia[13].

Estas degradaciones de las deudas soberanas han ratificado la urgencia —ya manifestada con anterioridad por las autoridades e instituciones nacionales y europeas— de precisar la regulación de estas calificaciones ya que, por una parte, han tenido consecuencias inmediatas sobre la estabilidad de los mercados financieros; y, sin embargo, no han sido suficientemente transparentes sobre las razones que las han sustentado[14].

Por lo anterior, la Propuesta de Reglamento comunitario de noviembre de 2011 que modifica el Reglamento vigente de 2009 no llega a prohibir que las ACCs emitan calificaciones de las deudas soberanas (categoría que abarca la calificación de un Estado, de una autoridad regional o local de un Estado o de un instrumento en el que el emisor de la deuda u obligación financiera es un Estado o una autoridad regional o local de un Estado), como pretendía el CESE[15], sino que introduce un conjunto de mejoras en cuanto a la transparencia de dichas calificaciones que abarcan tres aspectos fundamentales: Primero, su necesaria evaluación semestral. Segundo, se establecen un conjunto de obligaciones adicionales en cuanto a su presentación, mediante la adición de una nueva parte III a la sección D del Anexo I sobre obligaciones adicionales en relación con la presentación de las calificaciones soberanas que obligan a las ACCs a publicar un informe de investigación completo cuando emitan o modifiquen calificaciones soberanas, a fin de mejorar la transparencia de estas y facilitar la comprensión de los usuarios. Asimismo se establece que las calificaciones soberanas deberán publicarse únicamente tras el cierre de los centros de negociación en la UE y al menos una hora antes de su apertura. Tercero, las ACCs deben elaborar un informe de transparencia (Anexo I, sección E, parte III, puntos 3 y 7) que permita evaluar en qué medida utilizan sus recursos para la emisión de calificaciones soberanas y, en particular, detalle la asignación de personal a la calificación de las diferentes categorías de activos (es decir, calificaciones soberanas, de empresas y de instrumentos de financiación estructurada) y proporcione datos desagregados sobre su volumen de negocios y, en particular, sobre los honorarios percibidos por categoría de activos.

Por último, debemos reparar en que estas degradaciones de las deudas soberanas obliga a plantear de nuevo la paradoja de que los mismos Estados que regulan y supervisan la actividad de las ACCs son, al tiempo, «clientes» de dichas ACCs en su condición de emisores de deuda pública. Paradoja que deriva en una suerte de conflicto de interés regulatorio que plantea problemas delicados en cuanto al respeto de los Estados reguladores y supervisores calificados en cuanto a la independencia y objetividad de la actividad calificadora de dichas ACCs calificadas, particularmente acusado cuando se trata de calificar las deudas soberanas de aquellos mismos Estados[16].

---

(12) *El Mundo* de 17-10-2012, p. 31.

(13) *El Mundo* de 20-11-2012, p. 36, y *Expansión* de 21-11-2012, p. 33.

(14) El documento MEMO/13/13 de la Comisión Europea de 16 de enero de 2013 antes citado señala, en su apartado 7 (p. 4), la falta de transparencia de las calificaciones soberanas como una de las razones por las que resulta preciso reformar el Reglamento de 2009.

(15) El documento MEMO/13/13 de la Comisión Europea de 16 de enero de 2013 antes citado, en su apartado 10 (p. 9), da las razones por las que considera que no deben prohibirse las calificaciones de las deudas soberanas.

(16) A estos problemas nos hemos referido en TAPIA HERMIDA, A.J., «Las agencias de calificación crediticia. Agencias de *Rating*», *cit*., p. 122 y ss.

V. LA INDEPENDENCIA Y LOS CONFLICTOS DE INTERESES DE LAS ACCS

En octubre de 2012, el Banco Central Europeo publica un Estudio que demuestra que las principales ACCs favorecen sistemáticamente en sus calificaciones a los bancos que las contratan para prestar otros servicios.

Dicho Estudio[17] concluye que la crisis financiera ha venido determinada, de manera significativa, por la calidad de las calificaciones crediticias de los bancos y los restantes intermediarios financieros, y que tales calificaciones han estado y están directamente condicionadas por la regulación de la solvencia de los bancos y, en particular, por la implantación de las reglas de Basilea III. En lo que a este epígrafe de la Ponencia interesa, el Estudio demuestra empíricamente que las ACCs otorgan de forma sistemática mejores calificaciones crediticias a los bancos que les encomiendan servicios de análisis relacionados con los procesos de titulización de activos y con los bonos resultantes de dichas titulizaciones («securitisation business»). Y, como la capacidad de encomendar servicios accesorios a las ACCs depende, en gran medida, de las dimensiones del banco en cuestión, no es extraño que aquel sesgo favorable de las calificaciones beneficie de forma significativa a los grandes bancos. Este sesgo favorable a los grandes bancos se cuantifica en el abaratamiento de su coste de financiación en 40 puntos básicos.

Lo anterior nos coloca, finalmente, ante el espinoso asunto de la independencia y los conflictos de interés de unas ACCs que deben calificar de forma objetiva e independiente a los mismos bancos (o los instrumentos financieros emitidos) que les pagan no sólo sus calificaciones, sino también determinados servicios accesorios previos o posteriores, prestados de forma directa o indirecta. Por si este riesgo de conflicto de interés fuera poco, cabe añadir que aquellos servicios accesorios consisten, en algunas ocasiones, en el diseño de los instrumentos emitidos (por ejemplo, estructurados) que después serán calificados en una suerte de «profecía que se cumple a sí misma» y que tiene el final feliz —esperado— de la máxima calificación de aquellos instrumentos. Un análisis elemental desde el punto de vista de la racionalidad económica muestra que es difícil de alcanzar ese equilibrio ético-financiero entre dependencia de quien te paga e independencia de quien califica (cuando coincide con el primero) y, por ello, no debe extrañarnos que se desmienta por estudios empíricos como el que comentamos.

La Propuesta de Reglamento comunitario de noviembre de 2011 que modifica el Reglamento vigente de 2009[18] se ocupa de estos aspectos cuando trata de las modificaciones en relación con la comparabilidad de las calificaciones crediticias y los honorarios recibidos por la prestación de servicios de calificación crediticia. En particular, dice que la consecución de dos objetivos esenciales de la regulación de las ACCs —como son el aumento de la competencia en el mercado de la calificación crediticia y la mejora de la calidad de las calificaciones— exige potenciar dos mecanismos de intervención, que son: Primero, la

---

(17) HAU, H. / LANGFIELD, S. / MARQUÉS-IBÁÑEZ, D., «Bank Ratings. What determines their quality?», European Central Bank, Eurosystem, *Working Paper Series*, núm. 1484, octubre de 2012.

(18) El documento MEMO/13/13 de la Comisión Europea de 16 de enero de 2013 antes citado señala, en su apartado 7 (p. 4), los conflictos de interés que amenazan la independencia de las ACCs como una de las razones por las que resulta preciso reformar el Reglamento de 2009. *Vid*., al respecto, nuestra obra TAPIA HERMIDA, A.J., «Las agencias de calificación crediticia. Agencias de *Rating*», *cit*., p. 198 y ss.

comparabilidad de las calificaciones crediticias, creando instrumentos de normalización tales como la publicación —a través de la AEVM/ESMA— de todas las calificaciones disponibles sobre un instrumento de deuda en forma de índice europeo de calificación crediticia (EURIX), al que podrán acceder libremente los inversores; y la elaboración por la AEVM/ESMA de normas técnicas sobre una escala de calificación armonizada que utilizarán las ACCs, normas que serán aprobadas por la Comisión. Segundo, en cuanto a la transparencia de los honorarios que reciben las ACCs por la prestación de servicios de calificación crediticia, se establecen, por una parte, reglas sustanciales, como la que impone que los honorarios que cobren las agencias a sus clientes por la emisión de calificaciones (y la prestación de servicios auxiliares) no sean discriminatorios (es decir, estarán basados en el coste real y en criterios de precio transparentes) ni basarse en ningún tipo de contingencia (es decir, no deberán depender del resultado del trabajo realizado). Esta nueva disposición tiene también por objeto evitar conflictos de intereses (por ejemplo, las entidades calificadas podrían pagar honorarios más elevados a cambio de calificaciones excesivamente benévolas)[19]. Y, por otra parte, reglas formales, como la que impone a las ACCs la obligación de comunicar anualmente a la AEVM una lista de los honorarios aplicados a cada cliente, por las diferentes calificaciones emitidas y por los servicios auxiliares prestados, así como su política de precios, incluidos los criterios para fijar los precios de las calificaciones de las diferentes categorías de activos[20].

Si ponemos en relación este apartado 5 con el apartado 3 sobre la competencia —intracomunitaria y extracomunitaria— entre las ACCs llegamos a la conclusión de que ambas cuestiones están íntimamente vinculadas, de forma tal que los mecanismos para reducir los conflictos de interés nacidos de la aplicación del modelo de pago de las calificaciones por el emisor calificado —tales como la rotación obligatoria de las ACCs— incentivan la entrada en el mercado de calificaciones de nuevas ACCs de menor tamaño (como, por ejemplo, la filial de la ACCs china Dagong, que aspira a hacerse con un 5% del mercado europeo por la idoneidad de sus calificaciones para acceder a los mercados asiáticos)[21].

VI. LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LAS ACCS

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 A.

El 5 de febrero de 2013, el Gobierno de los EEU.U. 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.

El 5 de noviembre de 2012, la Corte Federal de Australia dictó la Sentencia en el asunto «Bathurst Regional Council v. Local Government Financial Services Pty

(19) Anexo I, sección B, punto 3 bis.

(20) Anexo I, sección E, parte II, punto 2, letra a) y letra a bis): el punto 2, letra a).

(21) El documento MEMO/13/13 de la Comisión Europea de 16 de enero de 2013 antes citado, en su apartado 8.4 (p. 6), se refiere a la necesidad de mitigar los conflictos de intereses en relación con la rotación obligatoria de las ACCs y con el uso de calificaciones emitidas por ACCs más pequeñas como instrumentos de estímulo de la competencia en el sector. Ver la noticia de Dagong en *Reuters* 4-1-2013).

Ltd».[22], que ha tenido un enorme eco en los mercados financieros internacionales, tanto por la cuantía de la condena como porque afectó a una de las tres grandes ACCs, en concreto Standard & Poors (S&P), así como porque se trata de un caso paradigmático en el que han confluido algunos de los aspectos más problemáticos de la actividad de estas ACCs: calificaciones indebidamente generosas de instrumentos estructurados de una complejidad extrema, metodología de calificación defectuosa, información engañosa sobre la calificación concedida e influencia distorsionadora del banco originador y calificador del instrumento calificado (ABN Amro)[23].

El 5 de febrero de 2013, el Departamento de Justicia del Gobierno de los EE.UU. interpuso demanda de responsabilidad civil contra S&P en la que le reclama una indemnización superior a los 5.000 millones de dólares por los daños ocasionados a los inversores al presentar, entre los meses de marzo y octubre de 2007, las máximas calificaciones otorgadas a una serie de bonos hipotecarios garantizados por activos inmobiliarios «tóxicos» de alto riesgo como calificaciones objetivas, independientes y no distorsionadas por ningún conflicto de interés, cuando dicha ACC era plenamente consciente del principio del hundimiento del mercado de viviendas. En consecuencia, el Gobierno de los EE.UU. considera que esta conducta de las ACCs en general y de S&P en particular contribuyó decisivamente al colapso de los mercados financieros que se inició en el otoño del año 2007 y que, desde entonces, ha atravesado el Océano Atlántico como un «tsunami» y asola los mercados de los países desarrollados. La consecuencia directa de la presentación de esta demanda ha sido la caída de un 7% en la cotización bursátil de la matriz de la ACC, que es McGraw-Hill, con una pérdida estimada de más de 3.000 millones de dólares.

El examen de estas dos noticias —la Sentencia de noviembre de 2012 y la demanda de febrero de 2013— resulta particularmente oportuno como ocasión para reflexionar sobre las circunstancias que pueden conducir a exigir la responsabilidad civil a las ACCs por los daños ocasionados por las calificaciones defectuosas que hayan podido divulgar, directa o indirectamente, en el mercado financiero[24] cuando, en el ámbito comunitario, está tramitándose una Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica el Reglamento vigente de 2009 para introducir, entre otras novedades, un régimen específico para la responsabilidad civil de las ACCs[25].

La Propuesta de Reglamento comunitario de noviembre de 2011 que modifica el Reglamento vigente de 2009 incorpora un nuevo Título III bis, compuesto por un único art. 35 bis, sobre la responsabilidad civil de las ACCs. Procede comenzar advirtiendo que esta regulación afecta directamente a la responsabilidad civil de las ACCs frente a los inversores

---

(22) Asunto (núm. 5) [2012] FCA 1200.

(23) Ver nuestra noticia sobre «La Sentencia de la Corte Federal de Australia de 5 de noviembre de 2012 sobre la responsabilidad civil de Standard&Poors por la indebida calificación de un instrumento financiero estructurado», en este mismo número de la *RDBB*.

(24) Ver nuestro estudio TAPIA HERMIDA, A.J., «La responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de *"Rating"*)», en la *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 7, 2010, pp. 9 y ss.

(25) El documento MEMO/13/13 de la Comisión Europea de 16 de enero de 2013 antes citado señala, en su apartado 7 (p. 4), la ausencia de responsabilidad civil efectiva de las ACCs por los daños que sufren los inversores como una de las razones por las que resulta preciso reformar el Reglamento de 2009 y justifica, en sus apartados 13 y 14 (p. 10) la necesidad de introducir reglas que permitan las demandas de responsabilidad civil.

y que, visto el modelo de pago por los emisores, será una responsabilidad extracontractual del art. 1902 de nuestro Código Civil. Por lo tanto, este régimen especial no afectará a la responsabilidad civil que las ACCs puedan contraer con los emisores de los instrumentos y valores calificados con quienes hayan suscrito un contrato de calificación, porque entonces nos encontraremos ante supuestos de responsabilidad contractual que deberán dilucidarse a la vista del art. 1101 y concordantes de nuestro Código Civil.

Aclarado lo anterior, encontramos la razón de ser del régimen especial de la responsabilidad civil de las ACCs frente a los inversores que establece la Propuesta de Reglamento en el deseo de mejorar la protección de aquellos inversores ante las calificaciones crediticias porque, aun cuando la misma Propuesta contiene disposiciones destinadas a reducir el riesgo de dependencia excesiva con respecto a las calificaciones crediticias externas[(26)], es lo cierto que las calificaciones crediticias, con fines reglamentarios o no, seguirán influyendo en un futuro previsible en las decisiones de inversión.

La estructura de este régimen especial de responsabilidad civil de las ACCs frente a los inversores descansa sobre los tres elementos clásicos: Primero, la comisión de forma deliberada o por negligencia grave[(27)] —excluyendo, *a sensu contrario*, la culpa leve— de alguna de las infracciones enumeradas en el Anexo III del Reglamento[(28)] que afecte a una calificación crediticia en la que un inversor se haya basado al comprar un instrumento calificado. Segundo, el daño sufrido por el inversor porque este únicamente podrá reclamar de la ACC los daños que le haya causado. Tercero, la relación de causalidad eficiente entre la infracción y el daño, puesto que se considerará que una infracción afecta a una calificación crediticia si la calificación emitida por la ACC es diferente de la que habría sido emitida si la ACC no hubiera cometido la infracción.

La arquitectura de este régimen especial de responsabilidad civil de las ACCs frente a los inversores se completa con dos previsiones clásicas de protección de los inversores en cuanto consumidores o usuarios de servicios financieros, que son: Primera, la inversión de la carga de la prueba, que aproxima la responsabilidad de las ACCs a una responsabilidad objetiva, y ello porque la Propuesta establece que «si un inversor establece hechos de los que pueda inferirse que una agencia de calificación ha cometido alguna de las infracciones enumeradas en el anexo III, corresponderá a la agencia demostrar que no ha cometido tal infracción o que esta no afecta a la calificación crediticia emitida» (art. 35 bis.4). Segundo, el carácter irrenunciable de manera anticipada por el inversor a su eventual derecho a exigir la responsabilidad civil de las ACCs, ya que la Propuesta

---

(26) Ver nuestra noticia «Los principios del Consejo de Estabilidad Financiera para reducir la dependencia de los intermediarios financieros en las calificaciones de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de *rating*)», en esta *RDBB*, núm. 120, 2010, pp. 278 y ss.

(27) El apartado 3 del art. 35 bis dispone que una ACC «incurrirá en negligencia grave si desatiende gravemente las obligaciones que le impone el presente Reglamento».

(28) Al estos efectos, procede recordar que el Reglamento (UE) núm. 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las Agencias de Calificación Crediticia, incorporó un Anexo III con una «lista de las infracciones a que se refieren el artículo 24, apartado 1, y el artículos 36 bis, apartado 1», y un Anexo IV con la «lista de los coeficientes ligados a los factores agravantes o atenuantes en relación con la aplicación del artículo 36 bis, apartado 3». Ver al respecto nuestra noticia sobre «Novedades en la regulación comunitaria y española de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de *rating*)», en esta *RDBB*, núm. 123, 2011, p. 259 y ss.

dispone que «la responsabilidad civil a que se refiere el apartado 1 no podrá excluirse o limitarse de antemano mediante un acuerdo. Toda cláusula de un acuerdo de este tipo que excluya o limite de antemano la responsabilidad civil será nula de pleno derecho» (art. 35 bis.5).

JURISPRUDENCIA

CONTRATO DE *CONFIRMING* Y RECONOCIMIENTO DE CRÉDITOS EN CASO DE DECLARACIÓN DE CONCURSO DEL DEUDOR. APLICACIÓN DEL ARTÍCULO 87.3 DE LA LEY CONCURSAL

(Comentario a la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 6 de Madrid, de 29 de octubre de 2012)[1]

M.ª SAGRARIO NAVARRO LÉRIDA

Profesora Contratada Doctora. Área de Derecho Mercantil. Universidad de Castilla-La Mancha

RESUMEN

Se analizan los fundamentos que llevan al Tribunal a calificar los créditos, en el seno de un contrato de confirming como contingentes. Declarado el concurso del deudor común, cliente de una entidad financiera, con la que le une un contrato de confirming, se considera que los créditos cuyo pago por cuenta del cliente hará el banco, deben constar en el concurso sin cuantía y a meros efectos informativos. La aplicación del art. 87.3 LC y los problemas que plantean, son el argumento de este trabajo.

Palabras clave: *Concurso de acreedores, efectos sobre los contratos, confirming, comunicación de créditos, créditos contingentes.*

ABSTRACT

The paper analyzes the legal grounds of the judgment in order to describe as contingent the credits, within the framework of a confirming. In case of debtor insolvency, the credits, whose payment at the expense of the client will do the bank, must be recognized without quantity, and only to informative effects. The argument of this paper is the application of art. 87.3 LC, and the problems that it carries.

Key words: *Bankruptcy, effects of bankruptcy in contracts, confirming, credits recognition, contingent credits.*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—La competencia objetiva y territorial para conocer de la presente causa corresponde a este Juzgado, según lo dispuesto en el Art. 8 de la Ley Concursal; debiendo tramitarse por los cauces del incidente concursal, de conformidad con lo dispuesto en el Art. 192 y 194 de la Ley Concursal.

Segundo.—Reconocido a favor de la entidad demandante la titularidad de crédito ordinario por importe de 12.219.112,65 € derivado de contrato de préstamo sindicado y crédito derivado de línea de «factoring» por importe de 4.643,42 €, solicita la modificación de la calificación del crédito derivado de tramo A por préstamo sindicado y la minoración del importe de la línea de descuento al estimar que al tiempo de

(1) Trabajo realizado en el marco del Proyecto de Investigación DER2011-28265, titulado «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», y dirigido por D.ª Carmen ALONSO LEDESMA.

la impugnación crediticia el importe adeudado era de 836,43 €.

A ello se opone la Administración concursal al estimar que los importes del informe provisional y definitivo deben ir referidos al día de la solicitud de la declaración concursal. Y a ello se allana la Administración concursal.

Tercero.—Del examen de los argumentos sostenidos por ambas partes resulta todas ellas ostentan parte de la razón.

Cierto es que el art. 94.1 L.Co. dispone que la relación de acreedores [—a diferencia del inventario—] deberá ir referida al día de la solicitud de la declaración concursal; pero cierto es igualmente que el contrato de «confirming» de facturas vigente y en ejecución constante concurso determinará una importante modificación del importe del crédito derivado del mismo, lo que dota al mismo de una variabilidad cuya calificación exige su calificación como crédito contingente.

En tal sentido señala la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 20.ª, de 3.3.2010 [AC 2010\938] que «… El confirming es un servicio financiero de gestión de pagos a proveedores. Una vez que la empresa que contrata el servicio con el banco recibe una factura de un proveedor, si está conforme, comunicará a su banco que emita un confirming a su favor al plazo que indique. Cuando la entidad financiera recibe la orden de su cliente, emite un aviso y lo hace llegar al proveedor indicando cantidad y vencimiento para el pago, actuando como simple gestor del deudor. En dicho comunicación el banco ofrece la posibilidad al proveedor de anticipar el importe mediante una operación de descuento. El confirming, salvo pacto expreso, no garantiza el pago. Si el cliente no tiene fondos al vencimiento, el banco no tiene obligación de pagar las facturas. Sin embargo, si el proveedor decide anticipar o descontar su importe, el cobro es irrevocable y sin posibilidad de impago…»; añadiendo la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 13.ª, de 21.6.2011 [AC 2011\1995] que «… Mediante el denominado contrato de "confirming" o de cesión de créditos, una empresa a través de una entidad bancaria, ofrece a los titulares de determinados créditos frente a ella, la posibilidad de anticipar su cobro cediéndolos, previa su conformidad, a la entidad bancaria designada, para ser posteriormente abonados a la fecha de su vencimiento por la empresa deudora contra la que se gira la factura…»; para señalar la Sentencia de la Audiencia Provincial de Sevilla, Sección 5.ª, de 20.12.2011 [JUR 2012\65030] que «… El confirming es un servicio financiero de gestión de pagos a proveedores. La entidad financiera actúa como gestor del cobro. Cuando el cliente está conforme con la factura del proveedor le indica a la entidad de crédito que emita el confirming y ésta se lo comunica al proveedor con expresión de la cantidad a cobrar y vencimiento de pago. Al mismo tiempo la entidad de crédito ofrece al proveedor la posibilidad de anticiparle el pago, en cuyo caso éste le cede el crédito. Pero el confirming no garantiza el pago. En el propio contrato se establece, como ya hemos señalado, que el cliente previamente al abono al proveedor ha de realizar provisión de fondos en cuantía suficiente para atender el pago mediante el correspondiente abono en el depósito asociado abierto en "LA CAIXA". Es decir, que el pago lo hará la entidad gestora sólo si el cliente ha hecho la oportuna provisión de fondos para atenderlo, condición a la que se sujeta el abono por parte de la gestora a los proveedores. Salvo, como hemos dicho, que el acreedor opte por el anticipo de su crédito, cediéndolo en este caso a la entidad bancaria…».

Cuarto.—Atendiendo a tal doctrina debe sostenerse que en los supuestos de contrato de «confirming» celebrado por la concursada con entidad financiera vigente y en ejecución al tiempo de la declaración concursal y tras la declaración del mismo, la calificación que corresponde al mismo es la de contingente del art. 87.3 L.Co. en cuanto su determinación, exigibilidad e importe se hace depender de un hecho futuro e incierto, cual es el resultado de la propia conducta del acreedor concursal [—quien podrá optar entre descontar la factura o esperar a la fecha de su vencimiento sin descuento—], de la liquidez y capacidad de pago de la concursada y de las fechas de vencimiento de los efectos confirmados; todo lo cual otorga a la existencia del crédito y su importe una condicionalidad que desde la perspectiva concursal debe recibir el tratamiento de la contingencia, so pena de autorizar que entre el momento temporal de la solicitud concursal y el momento de la elaboración de textos definitivos pueda exis-

tir una importante divergencia, con las indeseables consecuencias que ello aportará a la vía de convenio o liquidación concursal; condicionalidad de fácil acceso al concurso por el cauce del art. 97.3.1.º L.Co. [—si la condicionalidad hubiera desaparecido antes de la finalización del plazo de impugnación del listado provisional de acreedores—] o por el cauce del art. 97.3.4.º L.Co. [—si la condicionalidad hubiera desaparecido con posterioridad a la emisión del informe definitivo—].

Procede, por ello, la estimación parcial de la demanda; de tal modo que siendo inaceptable discutir la cuantía de un crédito contingente sin cuantía, basta con recoger respecto al mismo su valor a los meros efectos informativos.

Quinto.—Dispone el Art. 196.2 L.Concursal que la sentencia que recaiga en este tipo de incidentes se rige en materia de costas por lo dispuesto en art. 394 L.E.Civil en cuanto a su imposición, es decir, el principio del vencimiento objetivo.

Ahora bien, estimando este Tribunal que los temas planteados resultan seriamente dudosos en Derecho, al no haber jurisprudencia sobre una Ley novedosa, que sólo se asentará tras el paso del tiempo y una prolongada labor de la doctrina científica y jurisprudencial, procede no hacer imposición de las costas, de tal modo que cada una abonará las causadas a su instancia y las comunes por mitades».

SUMARIO

I. PLANTEAMIENTO GENERAL.

II. EL CONCEPTO DE «CONTINGENCIA» APLICABLE A ESTOS CRÉDITOS.

III. EL «PERJUICIO» EN EL SENO DEL CONCURSO DE LA CALIFICACIÓN DEL CRÉDITO FRENTE AL CLIENTE DE CONFIRMING COMO CONTINGENTE. ¿ANALOGÍA CON LOS CRÉDITOS REGULADOS EN EL ART. 87.6 LC?

IV. CUESTIONES PENDIENTES.

I. PLANTEAMIENTO GENERAL

No es objeto de este trabajo realizar un estudio pormenorizado de los problemas que plantea un contrato como el *confirming.* De ello se ha ocupado variada y solvente doctrina(1).

Lo expuesto en las líneas que siguen pretende llamar la atención sobre el encuadre que la resolución aquí reseñada hace de la situación en la que quedan los acreedores de un deudor-cliente de *confirming*, que ha sido declarado en concurso.

Resumiendo y clarificando la doctrina de esta sentencia, lo que se establece en el fundamento jurídico extraído es que, declarado en concurso un deudor común, a la postre

(1) *Vid.* entre otros, GRIMALDOS GARCÍA, M.ª I., *El contrato de confirming*, Ed. Comares, Granada, 2011; GARCÍA SOLÉ. F., «El confirming: una nueva técnica financiera», *Diario La Ley,*1998, núm. 4, 1998, pp. 1529 y ss.; GARBAYO BLANCH, J., «El contrato de confirming», en SEQUERIA/GADEA/SACRISTÁN (dir)., *La contratación bancaria*, Dykinson, 2007, pp. 1065 y ss.

cliente de una entidad financiera con la que ha suscrito con contrato de *confirming*, sus acreedores, «llamados» a ser satisfechos en el pago de sus créditos en el marco de ese *confirming*, no pueden comunicar sus créditos en el concurso de manera ordinaria. En efecto, dado que lo que se resuelve es aplicar lo dispuesto en el artículo 87.3 LC, tales créditos se considerarán contingentes, sin cuantía propia y con la calificación que corresponda, admitiéndose a sus titulares como acreedores legitimados en el juicio sin más limitación —con las importantes limitaciones, apostillamos— que la suspensión de los derechos de adhesión, de voto y de cobro.

Se hace necesario por tanto analizar los fundamentos que puedan encontrarse para calificar a tales créditos como contingentes, resolver si tal calificación es o no razonable y, en caso de que se considere errónea, proponer alguna interpretación que coloque a los acreedores del deudor-cliente de *confirming*, en una posición más favorable.

Ahora bien, para poder entender la complejidad de los temas propuestos se hace preciso, y como paso previo, denunciar el primer problema, que a nuestro juicio, plantea la resolución aquí comentada.

La literalidad de su fundamento jurídico cuarto, y transcrito al comienzo de este trabajo, señala que «atendiendo a tal doctrina debe sostenerse que en los supuestos de contrato de *confirming* celebrado por la concursada con entidad financiera vigente y en ejecución al tiempo de la declaración concursal y tras la declaración del mismo, la calificación que corresponde al mismo es la de contingente del art. 87.3 L.Co». Pues bien, con tales palabras, el Tribunal parece considerar que lo que merece la calificación de contingente es el crédito del que trae causa el asunto, y enmarcado en el contrato del que es parte el deudor concursado, y ello porque, a pesar de la errónea redacción de este fundamento, no puede sostenerse que al hablar de «la calificación que corresponde al mismo» quiera referirse al contrato mismo de *confirming*, como parece claro.

Lo que queremos puntualizar aquí es que no debe entenderse que todos los créditos cuyo pago hubiera podido cederse a una entidad de *confirming* deben ser calificados, con una suerte de *tabula rasa*, como contingentes.

Dicho de otra manera, se echa de menos en la resolución una clarificación de ante qué supuesto de hecho nos encontramos y a su diferenciación con la multitud de situaciones posibles que pueden darse en la operativa del contrato de *confirming*.

En efecto, parece que el crédito que, en virtud de esta jurisprudencia, debe enmarcarse en el art. 87.3 es aquél que, definido como uno de los «cedidos para pago» por el cliente deudor, ha sido confirmado pero, o bien no se hubiese realizado respecto de él una oferta de pago anticipado, o bien no se ha aceptado esa oferta por parte del proveedor(2).

En efecto, entendemos que debemos delimitar así el supuesto de análisis, toda vez que el problema de la catalogación del crédito del proveedor como crédito contingente tiene su escenario de estudio más razonable en el señalado. No queremos significar con esto que el resto de situaciones no planteen problemas merecedores de un estudio en sede concursal, sino únicamente que la contingencia, entendida en los términos de incertidumbre señalados por el juzgador, casa mejor con este objeto de estudio.

(2) Las diferentes situaciones en las que puede encontrarse el crédito en el marco del contrato de confirming, pueden verse, entre otros, en GRIMALDOS GARCÍA, M.ª I., *cit.*, p. 117; GARBAYO BLANCH, J., *cit.*, p. 1083.

Por ello, nuestro punto de partida es considerar la razonabilidad o no de considerar que al acreedor del deudor-cliente de la entidad bancaria, que aún no ha decidido si utilizar el mecanismo de pago que el contrato de *confirming* le ofrece, no le queda más que ver su crédito «insinuado» en el concurso, sin cuantía, y con meros efectos informativos.

II. EL CONCEPTO DE «CONTINGENCIA» APLICABLE A ESTOS CRÉDITOS

Según hemos señalado, el interés de la resolución aquí comentada radica en la situación en la que queda el proveedor titular de un crédito enmarcado en un contrato de *confirming*.

Una vez encuadrado el supuesto específico en el que creemos que debe moverse el análisis, deben entenderse ahora las razones para calificar a ese crédito de contingente.

Se dice en la sentencia estudiada que el crédito en cuestión es contingente, y por tanto se le debe aplicar lo dispuesto en el art. 87.3 LC. Ahora bien, es claro que esta contingencia, delimitada como ahora se expondrá, pretende asimilarse a la que deriva de los créditos sometidos a condición suspensiva, al no tratarse, entendemos, de una situación de crédito litigioso el otro supuesto al que se aplica la norma.

Pues bien, la contingencia del crédito del proveedor, llamado a ser pagado por la entidad financiera, a la que une un contrato de *confirming* con su cliente, deudor común, se delimita en cuanto que «su determinación, exigibilidad e importe se hace depender de un hecho futuro e incierto, cual es el resultado de la propia conducta del acreedor concursal [—quien podrá optar entre descontar la factura o esperar a la fecha de su vencimiento sin descuento—], de la liquidez y capacidad de pago de la concursada y de las fechas de vencimiento de los efectos confirmados».

Sobre el alcance de la norma que aplica el juzgador, se ha pronunciado con detenimiento la doctrina[(3)]. Y al analizar estos supuestos de contingencia, derivados de la existencia de una condición suspensiva, se enfatiza en la idea de que la Ley desembaraza a estos créditos de su contenido patrimonial, y en consonancia con ello se ven provisionalmente privados de los derechos de adhesión y de voto, así como de la obtención de una cuota de liquidación y sólo tienen derecho a que se les garantice su posición[(4)]. Se trata así de no perjudicar a los acreedores actuales del deudor con la realización de unos créditos cuya existencia no es segura[(5)]. Y por más que nada impide que, cumplida la condición o confirmado el crédito, el titular adquiera la totalidad de los derechos concursales que le correspondan según su calificación, los cuales hasta ese momento habían permanecido en suspenso, no se escapa a la doctrina, y es relevante a efectos de nuestro análisis, que pueden darse situa-

---

(3) *Vid.*, por todos BERMEJO, N., «Artículo 87», en ROJO/BELTRÁN (dir.), *Comentario de la Ley Concursal,* tomo I, Thomson Civitas, 2004, pp. 1559 y ss., esp. pp. 1566 y ss.; VEIGA COPO, A.B., *La verificación de créditos en el concurso*, Civitas, 2009, pp. 465 y ss.; ALONSO LEDESMA, C., «Créditos contra la masa y créditos concursales: comunicación y reconocimiento de créditos», en PULGAR EZQUERRA, J. (dir.), *El concurso de acreedores*, La Ley, 2012, pp. 286 y ss., esp. pp. 311-312.

(4) VEIGA COPO, A.B., p. 466; BERMEJO, N., *cit.*, p. 1567.

(5) BERMEJO, N., *cit.*, p. 1567.

ciones injustas, toda vez que ese otorgamiento pleno y efectivo de los derechos concursales se adquiere, según parece desprenderse de lo dispuesto en la norma, *ex nunc*(6).

En el caso que nos ocupa, esa contingencia, incertidumbre sobre «cómo» va a quedar el crédito principal del proveedor, parece estar en manos de éste, quien puede optar o no por ser pagado por la entidad de *confirming*. En definitiva, la misiva que parece enviar el juzgador al proveedor, acreedor frente al cliente, concursado, es que tome una decisión so pena de vestir a su crédito con el pesado traje de la contingencia(7).

La doctrina que ha analizado los créditos contingentes no ha dudado en defender, de la mano de la doctrina civilista, que el titular de un crédito de esta naturaleza, más que titular de un crédito, lo es de una mera expectativa(8). Y hasta tal punto es así que, de no verificarse la condición, la inclusión del crédito en la lista de acreedores pierde toda su eficacia(9).

Ahora bien, la expectativa de crédito también puede y debe protegerse. Así, se ha previsto la facultad de que el juez adopte, a instancia de parte, medidas cautelares cuando aquél estime probable la confirmación del crédito contingente(10). Deberá por tanto hacer el juez un juicio de probabilidad, juicio que, como ha señalado la doctrina, no es sencillo cuando la contingencia viene dada por la existencia de una condición suspensiva(11).

Pues bien, definido así un crédito contingente, sometido a una condición suspensiva, entendemos que no es fácil, o al menos no lo es sin necesidad de un notable esfuerzo de «asimilación», equiparar la situación planteada por la resolución judicial a la de un típico crédito sometido a condición suspensiva.

Es cierto que, desde la más pura teoría de obligaciones y contratos, nada impediría entender como crédito contingente aquel sometido a una condición suspensiva cuyo cumplimiento esté en manos del acreedor(12). Este sería el caso, según lo señalado por el juzgador: el crédito que «puede ser pagado» por la entidad financiera en el marco de un contrato de *confirming* es contingente desde la perspectiva del concurso del deudor-cliente, pues aún no se ha decidido el acreedor a utilizar o no el servicio financiero que implica la propia existencia del contrato que se analiza aquí. La contingencia se enlaza a la decisión del proveedor-acreedor de ser pagado, anticipadamente o no, por la entidad de *confirming*.

---

(6) ALONSO LEDESMA, C., *cit.*, p. 312.

(7) Aunque en última instancia, y tal como ocurre en otros supuestos de la norma, lo que se busca es ciertamente la solución más favorable a la masa, esa solución es un verdadero «castigo», no sólo para el acreedor-proveedor, sino para la propia entidad financiera.

(8) VEIGA COPO, A.B., *cit.* p. 468; DÍEZ PICAZO, *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*. *Las relaciones obligatorias*, II, Madrid, 1993 pp. 393 y ss.

(9) BERMEJO, N., *cit,*, p. 1567.

(10) Art. 87.4 LC.

(11) ALONSO LEDESMA, C., *cit.,* p. 313. Como señala VEIGA COPO, A.B., *cit.*, p. 469: «… Cuanto más cerca esté de la posibilidad menos probable es su confirmación y por el contrario cuanto más se acerque a la necesidad más probable es su acaecimiento. De este modo y si la condición se verifica con toda certeza e inminencia antes la celebración de una junta o la aprobación de una convenio anticipado, el juez del concurso, en principio, y ponderada la situación, podría autorizar al acreedor contingente a ejercer sus derechos en el concurso, sin menoscabo de causar daño alguno a las masa o al propio concurso. El equilibrio pero a la vez el choque de intereses en el concurso dará la medida».

(12) DÍEZ PICAZO, *op. cit.*, pp. 351-353.

Sin embargo, siendo esto cierto, dos cosas deben clarificarse: la primera es que en la actuación de las contrapartes en el negocio jurídico condicionado debe velar, como no puede ser de otra manera, la buena fe; la segunda, que el supuesto de hecho analizado tiene un elemento que no puede obviarse, cual es que participa un «tercero» en la relación deudor-acreedor, con una posición compleja pero, en el punto que nos ocupa, con la importancia de estar llamado a «soportar», en su caso, el pago del crédito [13].

Si unimos el principio de buena fe, de una parte, y la idea de «pago por otro», de otra, podríamos defender que el crédito de un proveedor frente al deudor común concursado, que ha contratado el *confirming* con una entidad financiera, no puede nunca considerarse una mera expectativa de crédito. El crédito existe, lo único que no está claro es si el pago de este se va a realizar por el deudor concursado o por la entidad de crédito en el marco de la lógica del contrato de *confirming*. Dicho en otras palabras, y como analizaremos con más detenimiento en las líneas que siguen, la contingencia podrá predicarse, en su caso, del eventual derecho de reembolso que pueda asistir a la entidad de *confirming*, no al crédito del proveedor.

La actitud del proveedor, no decidiendo frente a qué patrimonio, de la entidad financiera o del deudor, hará efectivo su crédito, no convierte a éste en una mera expectativa, más bien lo que acontece, en nuestra opinión, es que el acreedor se debate en el dilema de qué opción es la más segura para realmente conseguir la satisfacción de su crédito, real, pero que puede realizarse, en caso de que acepte el pago en el marco del *confirming*, sobre un patrimonio distinto del de su deudor[14]. Decisión última que, por otra parte, debe tomar en consideración elementos que escaparían a la mera conveniencia del que ejercita ese derecho. Elementos que enlazan con esa buena fe de la que se ha hablado y que, en este caso, podrían modular la relación entre el acreedor y la entidad de *confirming*, como se verá en las líneas que siguen.

Dicho esto, creemos necesario defender los problemas de encaje de los créditos que participan en este mecanismo de posible pago vía *confirming*, en el seno del art. 87.3 LC. O, mejor, la dificultad de proteger adecuadamente no sólo al proveedor que parece, según esta catalogación de su crédito, estar en una posición de perjuicio frente a cualquier otro acreedor, sino también a ese tercero, llamado a pagar, en su caso, que es la entidad financiera. Su difícil situación podría describirse así: la «actitud» del acreedor que no acude a la opción de pago perjudica la posición de la entidad de *confirming*, toda vez que éste no podrá participar en el proceso concursal de su cliente, deudor común, hasta que, en su caso, se produzca la subrogación, por pago, en la posición acreedora. Podríamos encontrarnos así con que la entidad financiera debería soportar, por no haber podido ser considerado acreedor «pleno» y, por lo tanto, ser privado del derecho de voto, las consecuencias derivadas de un hipotético convenio perjudicial para su crédito.

---

(13) Esta relación puede verse en dos direcciones, como bien analiza GARBAYO BLANCH, J., *op. cit.*, pp. 1077 y ss.: relación cliente-entidad financiera/relación entidad financiera-proveedor, en función de la modalidad de *confirming*, estipulado. De cuatro modalidades de contrato habla GRIMALDOS GARCÍA, M.ª I., *op. cit.*, pp. 10 y ss.: servicio de gestión de pagos, financiación a los acreedores, financiación al cliente y *confirming* «de inversión».

(14) Dejando al margen, aunque se insistirá sobre ello a continuación, si en el contrato de *confirming* se ha pactado o no una provisión de fondos previa a favor de la entidad financiera, o si ésta podrá hacer frente al pago de las deudas de su cliente «adelantando» los importes, siendo en este caso el *confirming* no un mero instrumento de pago sino de financiación, no sólo para el proveedor, que puede optar por el pago anticipado con descuento, sino para el cliente.

III. EL «PERJUICIO» EN EL SENO DEL CONCURSO DE LA CALIFICACIÓN DEL CRÉDITO FRENTE AL CLIENTE DE CONFIRMING COMO CONTINGENTE. ¿ANALOGÍA CON LOS CRÉDITOS REGULADOS EN EL ART. 87.6 LC?

Se ha visto cómo el crédito titularidad de un proveedor en el marco del *confirming* es calificado por la resolución estudiada como contingente, aplicando lo dispuesto en el art. 87.3 LC.

Hemos señalado que, calificando así el crédito, que hemos encuadrado en la hipótesis de no haberse aún aceptado por el proveedor-acreedor el pago, adelantado o no, por la entidad de *confirming*, el titular del crédito no tendrá en el concurso del deudor-cliente de la entidad financiera una posición acreedora plena. Esto es, entre otras cosas, que su crédito no puede reconocerse por cuantía determinada y que él mismo pueda participar con plenitud de derechos en el proceso concursal.

Hemos defendido también que, por más que es perfectamente factible que la contingencia de un crédito venga de la mano de una condición suspensiva cuyo cumplimiento o no se deje a voluntad de una de las partes, esa idea de contingencia tiene algunos problemas de encaje pleno en el seno de un contrato tan complejo como el de *confirming.*

Sin poder entrar aquí en esa complejidad de las relaciones subyacentes que se dan en el *confirming*, que tantas modalidades, como ya se ha señalado, puede presentar, sí queremos analizar la hipótesis de entender la situación presentada como supuesto de hecho en la resolución, como una situación equiparable a la que la doctrina llama «créditos que gozan con un patrimonio adicional de responsabilidad»[(15)].

Y es que el planteamiento que queremos esbozar tiene como punto de partida la propia configuración de la posición de la entidad de *confirming*, garante del pago del deudor ahora concursado, más exactamente «garante hipotético», permítasenos la expresión, frente al proveedor cliente.

Se ha dicho por la doctrina estudiosa del contrato de *confirming* que la entidad financiera es, a los efectos del pago, un tercero ajeno a la relación obligatoria origen del crédito. De una parte, la entidad paga sin estar obligada a ello con los acreedores de su cliente, puesto que la relación comercial de la que nace el crédito que se ofrece a satisfacer le es totalmente ajena. De otra parte, ofrece el pago anticipado en su propio nombre, es decir con la legitimación que el ordenamiento otorga a cualquier tercero para pagar (u ofrecer el pago anticipado) *ex* art. 1158 CC y no la propia de un representante directo[(16)].

De esta forma estaríamos ante un supuesto de pago por tercero, debiendo por tanto resolver las diferencias que se presentan si el pago es por adelantado o a vencimiento. Entendemos que el interés para nuestro análisis se encuentra en la situación en que el proveedor-acreedor opta, ante el concurso de su deudor, por adelantar el cobro de su crédito frente a la entidad de *confirming*. Si eso es así, y en conexión con lo dicho anteriormente, la contingencia desaparecería, pero no para que el acreedor primigenio sea considerado

(15) Esos términos utilizan, entre otros, BERMEJO, N, *op. cit.*, pp. 1568 y ss., y VEIGA COPO, A.B., *op. cit.,* pp. 476 y ss.

(16) En palabras de GRIMALDOS GARCÍA, M.ª I., *op. cit.*, p. 78.

acreedor pleno, sino para que adquiera esa posición de plenitud en la titularidad del crédito la entidad financiera, en virtud de la subrogación en la posición acreedora[17]. En cualquier caso, la subrogación tiene lugar en el momento en que el proveedor opta y cobra, eliminando así la contingencia. Sin embargo, los posibles perjuicios para la entidad financiera, dadas las limitaciones que implica la contingencia, no se podrían subsanar[18].

Ahora bien, siendo esto así, la opción del proveedor, aceptando el pago adelantado por la entidad financiera, introduce elementos que pueden ayudarnos a sostener la hipótesis de mejorar esa posición del que se subroga en un supuesto crédito contingente.

Como ya se ha indicado, señala la doctrina que si, en el marco del contrato de *confirming* el proveedor solicita a la entidad financiera adelantar su cobro, ésta adopta la posición de actuar en nombre propio y no estaría sino garantizando el propio pago pues, de hecho, lo hace efectivo antes de su vencimiento, garantizando así la obligación[19]. Más allá de que es en ese momento cuando se puede hablar de «cesión del crédito», lo interesante es destacar la idea de que, cuando así actúa el proveedor, en definitiva lo que está demostrando es que le merece más confianza la solvencia de la entidad financiera que la de su deudor, por lo que prefiere quedar ligado con aquélla y no con éste. La oferta de pago anticipado realizada por la entidad de *confirming* a los acreedores de su cliente resulta atractiva para éstos, porque con ella, y actuando la entidad en nombre propio, es decir, presentándose como tercero que quiere pagar anticipadamente la deuda, tienen la «garantía» de pago por un tercero al que se presume una solvencia que quizá no tenga el verdadero deudor[20].

Excedería de este trabajo realizar un estudio exhaustivo de la posibilidad de considerar la situación que nace en el seno del *confirming* como un supuesto de fianza impropia. Sin embargo entendemos que puede ser interesante esbozar un análisis comparativo de la relación de la entidad financiera con el proveedor-acreedor, en el marco del *confirming,* con la regulación que la LC da a los supuestos en que el crédito está garantizado.

El objetivo que pretende conseguirse con este análisis comparativo no es sino llamar la atención de una parte, y como ya se ha señalado, sobre lo razonable o no de colocar al acreedor, cuyo crédito ha sido «señalado» por el cliente de *confirming* como uno de los que pueden ser pagados por este sistema, en una situación más desfavorable que cualquier otro acreedor; de otra, sobre la naturaleza de la posición de corresponsabilidad que la entidad de *confirming* adquiere cuando el acreedor-proveedor opta por adelantar al pago de su crédito.

Exponiendo de manera sucinta la regulación de los créditos afianzados por un tercero (art. 87.6 LC), y dejando al margen cuestiones que han sido profusamente debatidas —y últimamente clarificadas por la norma— sobre la calificación del crédito afianzado[21], pue-

---

(17) Sin obviar, como se verá en las líneas que siguen, la necesidad de analizar el derecho de reembolso de la entidad de *confirming*, en el concurso del deudor concursado por la totalidad del crédito satisfecho y no por la cuantía minorada, en virtud del descuento, satisfecha al proveedor-acreedor.

(18) Más allá de lo señalado anteriormente sobre medidas cautelares, y sobre lo que volveremos.

(19) GARBAYO BLANCH, J., *op. cit.*, pp. 1071-1072.

(20) GRIMALDO GARCÍA, M.ª I., *op. cit*., p. 82.

(21) Entre la numerosa bibliografía que ha tratado el tema, puede citarse aquí, además de la ya señalada a los largo de las líneas anteriores, DÍAZ RUIZ, E., «La aplicación del artículo 87.6 de la Ley Concursal española», AA.VV., *Convergencias y paralelismos en el Derecho de sociedades y en el Derecho concursal en el marco Estados*

de decirse que la clave de esta regulación reside en dos reglas: de un lado, que los créditos se reconocerán por su importe sin ninguna limitación, y de otro que, en el caso de que el fiador pague al titular del crédito, le sustituirá en su posición como acreedor concursal(22). Esta regulación debe verse completada por lo dispuesto en el apartado 7 de ese mismo artículo 87, cuyo supuesto de hecho es el pago parcial del crédito hecho por el fiador, avalista o deudor solidario. En ese caso se faculta al acreedor para solicitar la inclusión en la lista de acreedores tanto del resto de su crédito no satisfecho como la totalidad del que, por reembolso o cuota de solidaridad, corresponda a quien hubiese hecho el pago, aunque éste no hubiere comunicado el crédito o hubiese hecho remisión de su deuda. Con ello se intenta proteger la posición del acreedor impidiendo que el fiador, avalista o codeudor solidario que pagaron parcialmente comuniquen sus créditos y, en su caso, perciban en el concurso la totalidad o una parte del crédito de reembolso que les corresponde por el pago parcial efectuado en perjuicio del acreedor(23).

Como ha señalado la doctrina, en el primer supuesto, esto es, no mediando pago, el acreedor garantizado participa en el concurso de manera plena reconociéndose su crédito, como no podía ser de otra manera, por la totalidad de la cuantía. Ahora bien, el debate en este caso está en si el propio fiador, avalista o deudor solidario puede participar de algún modo en el concurso. Se ha dicho así que el fiador podría comunicar su crédito de reembolso como contingente (*ex* art. 87.3 LC), de modo que se produciría la concurrencia de acreedor principal y de fiador sobre el patrimonio del deudor, si bien en dos planos distintos: el de la participación efectiva en el concurso para el acreedor principal y el de una participación «contemplativa» para el fiador(24). Se evitaría así entrar en la aporía clásica de que no puede insinuarse en el pasivo dos veces el mismo crédito, una vez como crédito directo del acreedor y otra como crédito condicional del fiador, avalista o codeudor solidario. Y ello porque el crédito contingente, en este caso, no puede ser «confirmado» ni dar lugar a derecho de cobro concursal mientras esté insinuado el crédito del acreedor común(25).

Por otra parte, realizado un pago parcial, se advierte por parte de la doctrina(26) que, en estos casos, la concurrencia de acreedor y fiador no se desenvuelven en esferas diversas, actual y contingente, sino que se interseccionan. El fiador se entromete en la esfera efectiva del concursal. Frente a ello, de la regulación legal parece desprenderse que compete al acreedor principal evitar concurrir efectivamente junto al fiador del concurso, pudiendo impedir su presencia física en él en tanto no haya sido enteramente satisfecho. Puede defenderse así que la Ley permite al acreedor principal, en aras de obtener una íntegra satis-

---

Unidos-Unión Europea, Marcial Pons, Madrid, 2007, pp. 347 y ss.; ARIAS VARONA, F.J., «¿Cuál es la posición de los titulares de créditos garantizados por sujetos especialmente relacionados con el deudor?», en *RDCP*, 2, 2005, pp. 33 y ss.; PERDICES HUETOS, «La clasificación de los créditos personalmente garantizados», *ADCo,* 2004, núm. 3, pp. 115 y ss.

(22) ALONSO LEDESMA, C., *op. cit.*, p. 314.

(23) ALONSO LEDESMA, C., *op. cit.,* p. 315. VEIGA COPO, A.B., *op. cit.*, pp. 521-522.

(24) En palabras de PERDICES HUETOS, A., *Fianza y concurso. Las garantías personales en la Ley Concursal*,Thomson Civitas, 2005, p. 25; en el mismo sentido, CARRASCO PERERA, A., *Los derechos de garantía en la Ley Concursal*, 2.ª ed., Aranzadi, 2008, pp. 293 y ss.

(25) En palabras de CARRASCO PERERA, A., *op. cit.*, p. 294.

(26) PERDICES HUETOS, A. *op. cit.*, p. 26.

facción, insinuar *per se* créditos que en puridad no le corresponden[27], si bien sin olvidar las normas que sobre preferencia de pago pueden y deben tenerse en cuenta[28].

Estas serían las claves, obviamente simplificadas por el objeto acotado de este trabajo, en los casos de comunicación de crédito garantizado personalmente. Claves a las que podría añadirse alguna aclaración más.

Las posibilidades del fiador, garante o codeudor solidario, según lo dispuesto en la LC, varían en función de si se ha procedido o no a un pago parcial según lo visto, planteándose en el primer supuesto la necesidad de permitir al fiador, avalista o codeudor insinuar su crédito de reembolso como contingente y, en el segundo, viendo cómo su parte del crédito satisfecha «participa» en el concurso de la mano de la insinuación que, del todo, ha hecho el acreedor principal[29]. Ahora bien, no puede olvidarse, como señala la doctrina[30], que la propia Ley concursal permitiría incluso, si bien al margen del juego complejo de acciones de subrogación o reembolso, al fiador, avalista o deudor solidario comunicar el crédito del acreedor principal para el caso de que por la razón que fuese éste no lo hiciese, y ello en la medida en que sirve al interés del fiador en una sucesiva subrogación, *ex* art. 85.2 LC.

Intentemos llevar estas claves al asunto que nos ocupa. Pongamos en la posición de fiador, avalista o codeudor solidario a la entidad de *confirming*, llamándola, si así se nos permite, «corresponsable del pago»[31]. Aplicando la resolución judicial que aquí comentamos, el crédito cuyo pago adelantado se ha comprometido a realizar la entidad de *confirming* en el marco del contrato con su cliente se reconocerá sin cuantía y a meros efectos informativos, toda vez que, hasta que el proveedor-acreedor no decida si hace uso de esa oferta de pago por la entidad financiera, no puede constar en la masa del concurso un crédito que quizá no debe, al menos así puede interpretarse por lo expuesto en la sentencia, ser parte de ella, porque no llega a existir.

Ya hemos señalado que, al margen de considerar que no estamos ante una mera expectativa de derecho de crédito, sino de crédito con un patrimonio de responsabilidad, en su caso, extendido más allá del deudor-cliente de *confirming*, lo interesante es denunciar que defender esta interpretación es condenar al acreedor que ha tenido la «mala suerte» de tener un deudor que ha contratado los servicios de *confirming*. Y no sólo eso, defender

---

(27) VEIGA COPO, A.B., *op. cit.*, p. 522. En este sentido PERDICES HUETOS, A., *op. cit.*, p. 31, califica la complejidad de este actuar del acreedor principal pagado parcialmente como una suerte de *cesión forzosa del crédito en garantía del pago concursal*; CARRASCO PERERA, A., *op. cit.*, señala que el derecho del acreedor a insinuar la totalidad del crédito en caso de pago parcial por el fiador no es un derecho de prenda del crédito de reembolso, ni una cesión *ex lege* en garantía de tal crédito.

(28) *Vid.* arts. 160 y 161 LC.

(29) Es interesante no obstante llamar la atención sobre la diferente configuración que esa posición del fiador, avalista o codeudor solidario tiene en caso de pago parcial, cuando el fiador ha mostrado su interés en participar en el concurso comunicando su derecho de reembolso o cuando se ha desentendido (PERDICES HUETOS, A., *op. cit.*, pp. 32-34).

(30) PERDICES HUETOS, A., *op. cit.*, p. 25.

(31) Estaríamos por tanto acudiendo al concepto amplio de «codeudor solidario» del art. 1144 CC, que comprende toda clase de codeudores que se sitúan frente al acreedor como deudores indistintos por el todo de la deuda, y sin importar de dónde proceda la fuente de la solidaridad (CARRASCO PERERA, A. *cit.*, pp. 306-307). Teniendo en cuenta, además, la posibilidad de darse lo que la doctrina llama solidaridad imperfecta y obligación *in solidum* (*vid.*, por todos., DÍEZ-PICAZO, L., *op. cit.*, pp. 205-206.

esta interpretación coloca a la propia entidad financiera en una clara situación de perjuicio frente a supuestos que entendemos, por lo dicho, análogos en parte, como los que se dan cuando el crédito está garantizado personalmente.

Partimos con la premisa de que no puede defenderse la posibilidad de entender la declaración del concurso del deudor-cliente como causa de resolución del contrato de *confirming*, aun en contra de parte de la doctrina que ha escrito sobre el tema[32]. Y es que, consideramos, no podemos obviar las normas generales de efectos de la declaración sobre los contratos, toda vez que no está expresamente contemplada, en este caso, una solución diversa.

Partiendo de esa premisa y, por tanto, constante el contrato de *confirming* una vez declarado el concurso del deudor-cliente, debe, según la resolución judicial analizada, considerarse el crédito llamado de pagarse en el marco del *confirming* como contingente. Si además no se toman en consideración las similitudes con los supuestos de créditos garantizados, la entidad de *confirming*, a lo sumo, podría pedir, entendemos, *ex* el mencionado artículo 85.3 LC, que se comunique el crédito del proveedor-acreedor como contingente.

La situación sería, recordamos, la siguiente: el acreedor-proveedor vería reconocido su crédito, mermado en cuanto a derechos, y ello hasta que no decida cobrar de la entidad de *confirming*. Una vez que, confirmado el crédito, se satisfaga por la entidad de *confirming,* lo que puede acontecer en cualquier momento constante el concurso del deudor, se produce una subrogación, en virtud del instituto de pago por tercero, que late en el contrato.

Es cierto que, según se señala en los propios fundamentos de la resolución, de producirse ese hecho, que eliminaría la contingencia, en consonancia con su argumentación, se tendría fácil acceso al concurso por el cauce del art. 97.3.1.º LC [si la condicionalidad hubiera desaparecido antes de la finalización del plazo de impugnación del listado provisional de acreedores] o por el cauce del art. 97.3.4.º LC [si la condicionalidad hubiera desaparecido con posterioridad a la emisión del informe definitivo]. Pero no lo es menos que no siempre acontecerá que el acreedor decida ser pagado por la entidad de *confirming* en esos momentos procesales, esto es, que la contingencia desaparezca con un perjuicio mínimo para el que, subrogado, esto es, entidad de *confirming*, deba participar en el concurso de su deudor-cliente. El procedimiento concursal discurrirá con la participación mermada del titular del crédito contingente enmarcado en el *confirming*, pudiendo incluso, en caso de pago, afectarle un convenio en el que, por las propias limitaciones de su carácter contingente, ni siquiera ha podido participar[33].

La crítica pues de la aplicación del art. 87.3 LC al supuesto planteado pasa por entender, de una parte, que no estamos, como se ha dicho, ante una expectativa de derecho, al menos no desde la perspectiva del proveedor-acreedor de la relación principal, cuyo nacimiento se condiciona a acudir o no al pago vía *confirming*; de otra por clarificar bien qué posición adopta, en su caso, le entidad financiera, o si, de alguna manera, puede asegurar su posición de «corresponsabilidad en el pago».

---

(32) GRIMALDOS GARCÍA, M.ª I., *op. cit.*, pp. 115 y 116.

(33) Como señalaremos al final de este trabajo.

En las líneas que siguen queremos poner el énfasis en este segundo tema, enfocado en la posición de la entidad de *confirming*, porque, por un lado, consideramos que enlaza mejor con la opción de analogía propuesta (convertimos en nuestro discurso, como se ha dicho, a la entidad de *confirming* en corresponsable solidario del pago) y, de otra, porque nos parece más preocupante.

Y ello porque, metidos en la lógica a la que nos lleva la resolución, podríamos pensar lo siguiente: el acreedor podría evitar el «problema» de la contingencia de «su» crédito, si accede a ser pagado, bien sea anticipadamente y con el descuento pactado, de la entidad financiera. De esta forma, el problema de la contingencia desaparecería, pero, dependiendo del momento procesal en el que se produce, por pago, la subrogación, los efectos de esa contingencia puede que sean un pesado lastre para el que ha adquirido el crédito, la entidad de *confirming*.

Es cierto que en última instancia es compeler a un acreedor que, insistimos, ha tenido la «mala suerte» de que su deudor haya contratado un *confirming* a que tome una decisión, que pasa, en el caso más normal, por un pago con descuento. Y ello porque quizá se considera que ese pago por *confirming* lejos de ser algo con lo que se ha encontrado el acreedor, al que ahora se pide tomar una decisión so pena de dotar a su crédito de naturaleza de contingente, es algo buscado por él. No sería así «mala suerte», sino que se ha querido utilizar el complejo contrato que nos ocupa. Y no falta razón a este planteamiento, pues es cierto que muchos acreedores sólo acceden a realizar contratos si el deudor contrata un *confirming.*

Decimos así, y reiteramos, desde la lógica del planteamiento del juzgador, que el acreedor puede «evitar» la contingencia de su crédito. Si bien, desde nuestra lógica, esa contingencia no existe, sino desde la perspectiva de la entidad de *confirming.*

Pues bien, señalado esto, lo que consideramos más difícil de sostener es que la entidad de *confirming* no puede hacer más que esperar la decisión del proveedor-acreedor, y «rogarle» que acepte el pago en el momento procesal concursal más temprano posible, para que las limitaciones derivadas de la contingencia desaparezcan.

Esta es, entendemos, la clave y la reflexión que queremos verter en este trabajo: debemos darle a la entidad financiera, que ha ofrecido en el marco del contrato de *confirming* la garantía del pago de la deuda al proveedor-acreedor, algún instrumento que pueda aliviar los efectos perversos de la contingencia.

Se ha dicho por la doctrina, en el marco de los créditos garantizados personalmente que antes se han analizado, que nadie puede negar que el garante, avalista, fiador, ineludiblemente asume el cumplimiento de la obligación frente al acreedor, pero al mismo tiempo y frente al deudor le asiste un derecho a su indemnidad, indemnidad que supone la no asunción de la totalidad del riesgo de insolvencia del deudor o del incumplimiento, total, parcial o defectuoso. De lo contrario él pecharía exclusivamente con el impacto tanto para el acreedor como para él mismo, garante subsidiario o *in solidum*, según los casos[34].

Una indemnidad que se plasma en las acciones de regreso. Y si bien es cierto que en el ámbito de los créditos garantizados en el concurso se haga por la doctrina, en la mayor

(34) VEIGA COPO, A.B., *op. cit.*, p. 479.

parte de los casos, una mención al derecho de «regreso» en sentido amplio, para comprender esas facultades de indemnidad de las que dispone el garante deben identificarse dos acciones de contenido diverso: la de reembolso, como un derecho propio que nace con el pago (art. 1158 y 1838 CC), y la de subrogación, como una novación subjetiva que provoca una sustitución en la titularidad del crédito[35].

Entendemos que en el juego del contrato de *confirming* podría discutirse, como se verá, cómo entran en escena, en caso de que lo hagan, estas dos acciones. Ahora, de lo que no cabe ninguna duda es de que, de producirse el pago, la entidad de *confirming* debería poder participar, sin problemas, en el concurso de su cliente.

Lo que queremos defender aquí es, de una parte, la posibilidad de la que entidad de *confirming* insinúe en el concurso de su cliente su propia expectativa de crédito, aquí sí, como crédito contingente y derivada de la eventual subrogación; de otra, que, producido el pago, ese reembolso no es «sólo» una novación subjetiva del titular del crédito.

Como ya se ha señalado, en el ámbito de los créditos con garantía personal parece no haber problemas en defender la contingencia del crédito de reembolso y su derecho a ser reconocido como tal[36]. Tampoco debe haberlo en el caso del «futuro derecho de crédito» de la entidad de *confirming*. Ahora bien, a diferencia de lo que ocurre en aquel caso, donde el crédito contingente de reembolso insinuado por el fiador, avalista o codeudor solidario no intersecciona con el crédito pleno del acreedor garantizado, que consta en la masa pasiva sin limitación alguna, en nuestro supuesto de hecho la duda que surge es si estaríamos antes el mismo crédito, contingente, eso sí, comunicado por duplicado.

En nuestra opinión podría defenderse que la entidad de *confirming,* al igual que el fiador, avalista o codeudor solidario, es eventual deudor del acreedor principal, pero al mismo tiempo, y satisfecho éste total o parcialmente, se convierte en acreedor del deudor principal ya concursado. Pero en esa misma lógica, e igual que el fiador, la entidad de *confirming* todavía no es acreedor del deudor principal ahora concursado, podrá serlo pero todavía no lo es.

Sin ninguna duda, siguiendo con la lógica de la resolución judicial estudiada, a la entidad de *confirming* quizá le interesaría forzar la subrogación en la posición del proveedor acreedor para eliminar la contingencia y poder participar con plenos derechos como acreedor, subrogado, en el concurso de su cliente. Sin embargo, no puede, pues la opción de pagar no le asiste. Será el proveedor-acreedor el que pueda optar por aceptar su oferta de pago.

Hay aquí un perjuicio en comparación con la posición concursal de los que garantizan personalmente un crédito *ex* LC. Y es que, como ha dicho parte de la doctrina, en alguna ocasión lo que buscará el fiador, avalista o codeudor solidario será participar en el concurso como único remedio final para poder quedar indemne de su pago frente al acreedor, de ahí que proceda voluntariamente al pago y busque a toda costa participar en el proceso concursal, consciente como es de las enormes dificultades de poder regresar una vez concluido el concurso[37].

---

(35) PERDICES HUETOS, A. *op. cit*., pp. 49-50.

(36) También CARRASCO PERERA, A., *op. cit*., p. 280 y 293 y ss.

(37) VEIGA COPO, A.B., *op.cit.*, p. 481; CARRASCO PERERA, A., *op. cit*., pp. 296-297.

Ahora bien, la pregunta que queremos hacernos es si la entidad de *confirming* puede exigir de algún modo al proveedor-acreedor que decida.

En este sentido vale la pena recordar que, dado el diseño de la posición del garante personal en la LC, se ha insinuado por la doctrina que el acreedor que de una parte comunica su crédito garantizado y, de otra, pide la inclusión de la totalidad del crédito, satisfecho en parte por la fiador, avalista o codeudor solidario, no sólo actúa en interés propio, sino que también lo hace en interés del garante, aunque sin importarle demasiado las contingencia futuras que acaezcan con éste.

Y si bien es cierto que esa idea de actuación «en interés del fiador» no parece que pueda llegar a convertir el hecho de ser titular de un crédito garantizado más que en un beneficio, en una carga(38), sí tiene especial interés en el caso que nos ocupa.

Entendemos que podría pensarse en la posibilidad de que, dando por válida y conforme a Derecho la catalogación del crédito en el seno del *confirming* como contingente, la entidad financiera pudiera exigir daños y perjuicios al acreedor-proveedor, pues su actitud de indecisión sobre la aceptación del pago vía *confirming* perjudica su posición de corresponsabilidad.

Yendo un poco más allá en nuestra argumentación, podríamos incluso considerar si no podría entenderse de aplicación lo dispuesto en el art. 1852 CC(39), si bien siendo conscientes de la necesidad de hacer una interpretación extensiva del mismo, interpretación que choca necesariamente con la existencia de un contrato tal peculiar como el de *confirming*(40). La interpretación de este artículo que puede servir como excusa analítica a nuestro objetivo pasaría por entender que, tan pronto como el fiador pueda acreditar un perjuicio para su derecho de subrogación en los términos del artículo, él mismo puede alegar su liberación frente al deudor. En nuestro ámbito, tan pronto como pueda demostrarse la actitud negligente del acreedor, podría considerarse liberada la entidad de *confirming* de esa posición de «corresponsabilidad». Ahora, esta propuesta interpretativa plantea, al menos, tres grupos de problemas: de una parte es necesario perfilar el propio concepto de «negligencia» aplicable a la actitud del acreedor(41); en segundo lugar, la eventual liberación del papel de «corresponsabilidad» entronca directamente con los efectos de esa liberación desde el punto de vista del contrato de *confirming*, en el sentido de determinar si hay una modificación de este; por último, habría que determinar si esa liberación de la entidad financiera, derivada de la sanción a la actitud poco «diligente» del acreedor, no sería sino un modo de eliminar la contingencia del crédito en cuestión.

Según lo señalado en estas líneas, por tanto, y a modo de conclusión de este epígrafe, dada la complicada situación en que la resolución coloca a los titulares de créditos

---

(38) Es interesante el análisis que hace PERDICES HUETOS, A., *op. cit.*, en las páginas 66 y ss sobre el tema. Ya el sólo título del capítulo que el autor dedica al argumento —en el que habla «beneficios mutuos y perjuicios recíprocos en el marco de las relaciones entre la comunicación del garante y del acreedor principal»—, nos parece suficiente ilustrativo.

(39) Sobre la interacción de este artículo en los supuestos de créditos garantizados personalmente, *vid*. PERDICES HUETOS, A., *op. cit.*, pp. 67-68.

(40) Dice en artículo señalado que «los fiadores, aunque sean solidarios, quedan libres de su obligación siempre que por algún hecho del acreedor no puedan subrogados en los derechos, hipotecas y privilegios del mismo».

(41) Como señala PERDICES HUETOS, A., p. 70.

en el marco del *confirming*, y derivado de ello a la posición de acreedor «limitado» en que puede convertirse la entidad financiera que, en su caso, paga, podemos buscar dos «soluciones».

La primera es realizar una analogía plena de la situación descrita en estas páginas con los créditos garantizados *ex* arts. 87.6 y 87.7, defendiendo, por tanto, la falta de contigencia del crédito del acreedor-proveedor. Debería ser un acreedor pleno, si bien, considerando la posibilidad de que un tercero, ajeno a su relación con el deudor, pueda subrogarse en su posición acreedora. Nada de especial tendría por tanto esta situación, pues los sistemas de protección de la posición del acreedor principal y de la entidad de *confirming*, equiparada así a un fiador, por más que puedan dar lugar a problemas interpretativos que sucintamente se han expuesto aquí, están en mayor o menor medida bien diseñados en la LC.

Ahora bien, entendemos que esa analogía no está carente de problemas, dadas las especiales relaciones subyacentes que caracterizan y dan carta de naturaleza propia al contrato de *confirming*[42].

Por ello, una segunda solución, que es la que se ha intentado exponer en las líneas anteriores, pivotaría en la idea de que, de mantenerse la caracterización del crédito del proveedor del deudor concursado como contingente, se podría defender, de una parte, y sin mayores problemas, que la entidad de *confirming* insinúe su derecho de reembolso, este sí, contingente, *ex* art. 87.3 LC; de otra, que se defienda la posibilidad de exigir daños y perjuicios para el caso en que, por la actitud del acreedor, indecisa sobre si acudir o no al pago por *confirming*, perjudique el eventual derecho de reembolso de la financiera. Siempre, eso sí, que a ésta afecten esas condiciones convenidas con el deudor, como se indica se manera somera en las líneas que siguen.

IV. CUESTIONES PENDIENTES

Como se ha visto, la obligación de revisar la calificación de los créditos en el marco del *confirming*, como créditos contingentes desde la perspectiva señalada, debe pasar obligatoriamente por un estudio detallado de las consecuencias que la limitación de derechos, derivados de esa calificación, tiene.

Se ha partido, durante todo el discurso que antecede a estas últimas líneas, de la idea de que la indecisión del proveedor-acreedor que, en virtud de la resolución aquí analizada, es titular de un crédito contingente hasta que no se produzca, en su caso, la subrogación, puede perjudicar la posición de la entidad de *confirming,* toda vez que no sólo no puede participar en el concurso a título «propio», más allá que insinuando según nuestra interpretación su crédito de reembolso como contingente, sino que es posible que deba soportar mermas en su derecho de reembolso derivadas de un específico contenido convenido con los acreedores.

En efecto, creemos que si nos adentramos en las implicaciones de esa limitación de derechos, y en el juego que las normas de la LC plantean, con relación a la posición de los

(42) Puede servir a este respecto una interesante STS que trata el tema de la analogía, si bien desde un supuesto diferente del tratado aquí (STS 2876/2012, de 17 de abril de 2012).

que garantizan personalmente los créditos, no es fácil sostener al caso estudiado en estas líneas la aplicación del art. 87.3 LC, como hemos denunciado.

Excede el objetivo de nuestro trabajo analizar con detalle estos extremos que principalmente queremos ceñir a la extensión a la entidad de *confirming* de los efectos de un convenio aprobado sin la participación del acreedor principal, por ser éste, según la resolución judicial, titular de un crédito contingente. Sin embargo, no queremos dejar de señalar lo que entendemos son elementos claves para enfocar el tema.

Es varia y notable la doctrina que ha tratado sobre la extensión subjetiva del convenio concursal, y que ha analizado los efectos de éste para los obligados solidarios en caso de quitas o esperas[43].

Pues bien, entendemos que el debate suscitado por esta doctrina puede y debe ser analizado para resolver realmente la coherencia o no de la resolución judicial que nos ocupa.

Se hace por tanto necesario retomar las ideas expuestas con anterioridad para encontrar el encaje de artículos como, principalmente, el 135 de la LC, en nuestro objeto de estudio. Ideas que enlazan de una parte con la relevancia de la llamada eficacia novatoria del convenio; de otra, con la naturaleza de la responsabilidad —corresponsabilidad, mejor— que en su caso tenga, con relación al pago, la entidad de *confirming*, y unido a esto, con la necesidad de recordar de nuevo la diferenciación entre las dos acciones —de reembolso, como derecho propio, y de subrogación, como novación subjetiva— que asisten al llamado «codeudor solidario».

Ideas cuyo desarrollo merece ser objeto de análisis en trabajos posteriores y que nos podrán dar luz sobre los reales efectos de la situación de contingencia en el que la resolución analizada ha situado a los acreedores en el seno del contrato de *confirming*.

(43) *Vid.*, por todos MUÑOZ GARCÍA, A., «La responsabilidad civil preconcursal de los administradores en las sociedades de capital. Efectos del convenio concursal societario», en *RdS*, núm. 28, 2007, pp. 183 y ss., esp. pp. 196 y ss.; DE LA CUESTA RUTE, J.M.ª, *El convenio concursal*, Thomson Aranzadi, 2004, esp. pp. 194 y ss.

CUENTA CORRIENTE BANCARIA: VALOR DE LOS EXTRACTOS Y RESPONSABILIDAD DE LA ENTIDAD BANCARIA

(Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de junio de 2012(*))

JUAN FLAQUER RIUTORT

Profesor Titular de Universidad de Derecho Mercantil. Universitat de les Illes Balears

RESUMEN

El trabajo aborda el valor atribuible a los extractos que las entidades bancarias remiten a sus clientes y el efecto que, en orden a una eventual responsabilidad del banco, pueda tener el silencio del cliente sobre ellos. Se parte de un principio básico: la admisibilidad genérica de las condiciones generales que contemplan este tipo de cláusulas, pero sin que ello sirva para eludir la responsabilidad que pesa sobre la entidad bancaria en el ejercicio de sus funciones derivadas del servicio de caja. Se analiza también la eventual compensación de culpas derivada del pago de un cheque falso sobre la base de ese silencio o de la conducta llevada a cabo por los empleados del cliente.

Palabras clave: *Contratación bancaria, deberes del banco, información contractual, valor de los extractos bancarios, responsabilidad de las entidades bancarias, concurrencia de culpas, responsabilidad del cliente por la conducta de sus empleados.*

ABSTRACT

This paper discusses the value attributable to the extracts that banks refer their clients and the effect that, in order to the possible liability of the bank to have the customer's silence on them. We start from a basic principle: the admissibility generic general conditions that include such clauses, but without this serves to avoid responsibility weighing on the bank in the exercise of its functions under the service box. It also analyzes the possible faults compensation payments arising from a fake check based on that silence or conduct undertaken by employees of the client.

Key words: *Banking contracts, duties of banks, contractual information, value of bank statements, liability of banks, contributory negligence, customer's responsibility for the conduct of its employees.*

DOCTRINA CONTENIDA EN LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 19 DE JUNIO DE 2012 (1)

[…]

Quinto.—El objeto del recurso.

Antes de examinar los concretos motivos del recurso de casación, debemos concretar lo que se ha pretendido en este litigio. A lo largo de todo el procedimiento, La Caja ha pretendido una declaración de compensación de culpas, porque, a su entender, el incumplimiento de la

(*) RJ\2012\6855.

(1) Se ha considerado oportuno transcribir únicamente los Fundamentos de Derecho que recogen la doctrina seguida por el Tribunal Supremo y que hacen referencia a la problemática objeto del presente comentario.

cláusula sobre la conformidad con los extractos bancarios remitidos a La Cooperativa, hizo que esta no se diera cuenta, a su debido tiempo, de la situación que se estaba produciendo en relación a las disposiciones con cheques incorrectos, por lo que si hubiera estado más atenta, se hubiera minimizado el daño. Con este planteamiento, se examinan los motivos del recurso de casación.

[…]

Séptimo.—El valor de la cláusula sobre la conformidad de los extractos bancarios.

Motivo segundo. Infracción de los artículos 191, 1258 y 1278 del Código civil, en relación con el artículo 51 del Código de comercio, sobre la fuerza de las obligaciones nacidas del contrato y su exigibilidad y eficacia. Se dice que esta Sala ha considerado que el silencio, si bien no constituye una declaración de voluntad negocial dispositiva que haga inatacable el saldo, tiene naturaleza confesoria.

El motivo se desestima.

La recurrente pretende de nuevo evitar su responsabilidad trayendo a la litis dos sentencias de esta Sala, en las que apoya su argumentación. La sentencia de 18 julio 1994 determinó la responsabilidad del banco en un caso de falsificación de cheques, imputando al afectado una parte de responsabilidad por la negligencia en la custodia del talonario, así como en no haber advertido que la cuenta era objeto de un saqueo considerable, lo que podía haber controlado a través de los extractos bancarios. La segunda sentencia aportada, STS 208/1995, de 9 de marzo (RJ 1995, 1847), se refiere ciertamente a un caso parecido al actual y fue resuelto por la Sala en el sentido alegado por la recurrente, pero no puede tenerse en cuenta, dadas las recientes sentencias de esta Sala, a las que nos referimos a continuación y que ya se habían pronunciado cuando se presentó el actual recurso de casación.

La STS 1015/2007 (RJ 2007, 7402), dice que «[...] esta Sala tiene declarado que el silencio por parte de los titulares de las cuentas bancarias frente a los extractos remitidos regularmente por el banco puede implicar, si no la expresión de una voluntad negocial dispositiva o de fijación, una prestación tácita de conformidad de naturaleza confesoria en cuanto a la autorización de las operaciones reflejadas sometida a la apreciación probatoria mediante las reglas de la sana crítica», concluyendo que el silencio sólo ha de tener relevancia cuando la ley le asigna un cierto efecto o cuando se hace preciso una manifestación de voluntad que se omite. La STS 277/2006, de 24 de marzo (RJ 2006, 1908), dictada en un caso en el que se efectuaron una serie de disposiciones por persona desconocida en la cuenta corriente de un titular ya fallecido, señala lo que se reproduce: «Ciertamente el silencio aquí, como prestación tácita de conformidad no es, como ha puesto de relieve la mejor doctrina, una verdadera declaración de voluntad negocial dispositiva, a la que se pudiera conceder una eficacia constitutiva o el carácter de "negocio jurídico de fijación" que haga definitivamente inatacable el saldo aprobado, sino que hay que atribuirle naturaleza confesoria, con valor que el derogado artículo 1232 del Código civil consideraba susceptible de impugnación por "error de hecho" y que se ha de considerar ahora siempre sometido a las reglas de la sana crítica (artículo 316.2 vigente). Posición que es compatible con la sostenida por la jurisprudencia en torno al valor del silencio como declaración de voluntad en aplicación del principio *quis siluit cum loqui debuit et potuit consentire videtur*, con arreglo a cuya máxima se trata de apreciar no el mero silencio sino que se pueda y se deba responder (Sentencias de 21 de marzo de 2003 (RJ 2003, 2762), de 29 de febrero de 2000 (RJ 2000, 812), de 17 de noviembre de 1995 (RJ 1995, 8734), de 11 de junio de 1991), pues para dar valor al silencio ha de trascender su carácter meramente negativo, ya que solo ha de tener relevancia cuando de antemano es tenido en cuenta por la Ley para asignarle un cierto efecto o cuando se hace preciso una manifestación de voluntad que se omite (Sentencia de 19 de diciembre de 1990)».

Aplicando esta doctrina al presente caso, debe concluirse que la obligación de La Caja de pagar los cheques en las condiciones establecidas en el contrato de cuenta corriente, es decir, con la concurrencia de las firmas exigidas, no puede ser compensada con la obligación de comprobación del extracto con las finalidades que pretende darle la recurrente. Hay que tener en cuenta:

1.º Que nos hallamos ante una cooperativa de crédito, en la que los distintos socios e impositores podían recuperar sus aportaciones en la forma establecida en las reglas de dicha cooperativa. Es para afrontar esta disponibilidad que La Cooperativa había contratado con La Caja, que era la depositaria de los fondos, la utilización de cheques bancarios en la forma limitada que consta en el contrato.

2.º El examen de los extractos de Caja no hubiera resultado significativo a estos efectos, porque la razón de la responsabilidad de la Caja no es el pago no atento de los cheques, sino el haber permitido la disposición sin la forma establecida en los acuerdos con La Cooperativa y en estos extractos mal podía la afectada comprobar si se había dispuesto bien o, por lo contrario, en contra de las obligaciones asumidas por la Caja en el contrato. En definitiva, que por medio del extracto, La Cooperativa solo podía saber de qué se disponía, no de la forma en qué se disponía.

3.º Lo anterior no implica negar el valor y la eficacia a la cláusula cuya interpretación se discute, sino que se concreta su valor, teniendo en cuenta la última jurisprudencia, contenida en las sentencias 277/2006 y 1015/2007 (RJ 2007, 7402). Además, debe recordarse, con la STS 277/2006 (RJ 2006, 1908), que el Banco, en virtud del contrato de depósito, responde por culpa de los menoscabos, daños y perjuicios de las cosas depositadas, de su conservación y riesgos, que naturalmente comprende, entre otros, la desaparición del numerario que sólo cabe restituir al depositante, a sus causahabientes, o a la persona designada en el contrato.

Octavo.—Compensación de culpas.

Motivo tercero. Inaplicación de los artículos 1101, 1103 y 1104 del Código civil, en relación con el artículo 1903.1 y 4 del Código civil. Debe concurrir a la apreciación de la concurrencia de culpa por la parte actora y a la moderación de la responsabilidad que la sentencia recurrida atribuye a la demandada, con la consiguiente reducción del importe de la condena, mediante la compensación de culpas.

El motivo se desestima.

La recurrente pretende que del daño causado a La Cooperativa por la negligencia en el pago de cheques no conformes por no reunir las firmas necesarias, debe responder concurrentemente La Cooperativa, porque su falta de vigilancia ha producido una rotura del nexo de causalidad. A ello se añade la obligación de La Cooperativa de responder por los actos de sus empleados.

La recurrente incurre en este motivo en el vicio procesal de hacer supuesto de la cuestión, porque valora los hechos declarados probados de forma distinta a como lo ha efectuado la sentencia recurrida, olvidando que la casación no es una tercera instancia. La Sala de instancia consideró probada la negligencia de la entidad bancaria y esta Sala ha dicho repetidamente que las cuestiones relativas a la determinación de si hubo o no concurrencia de culpas es una cuestión de hecho no revisable en casación».

SUMARIO

I. ANTECEDENTES DE HECHO.

II. EL VALOR DE LOS EXTRACTOS ENVIADOS POR LAS ENTIDADES BANCARIAS A SUS CLIENTES.

1. La cuenta corriente bancaria y el servicio de caja.

2. El deber de información de las entidades bancarias y la problemática del valor atribuible a los extractos bancarios.

3. La posición del Tribunal Supremo con relación a este particular.

III. LA DILIGENCIA EXIGIBLE A LAS ENTIDADES BANCARIAS DERIVADA DEL CONTRATO DE CUENTA CORRIENTE BANCARIA.

IV. LA EVENTUAL COMPENSACIÓN DE CULPAS DERIVADA DE LA ACTUACIÓN DEL CLIENTE.

V. CONCLUSIONES.

I. ANTECEDENTES DE HECHO

La sentencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo de 19 de junio de 2012 ha tenido ocasión de pronunciarse de nuevo acerca de dos problemas que vienen siendo recurrentes en el ámbito de la relación jurídica entre las entidades financieras y sus clientes: por un lado, el valor que debe atribuirse a los extractos de cuenta que, con carácter periódico, remiten a los titulares de esas cuentas y, en segundo lugar, el grado de responsabilidad exigible a la entidad bancaria en su actuación profesional enmarcada en el contexto de un contrato de cuenta corriente bancaria.

A los efectos de una mejor comprensión de la línea argumental sostenida por nuestro Alto Tribunal con relación a ambas cuestiones, consideramos conveniente exponer previamente los antecedentes de hecho que dieron lugar a este caso.

La Sociedad Cooperativa Andaluza Domingo Solís, dedicada a la molturación de la aceituna, inició en noviembre de 1996 una actividad como cooperativa de crédito para obtener una mayor rentabilidad para sus socios, para lo cual abrió una cuenta personal de ahorro con la Caja General de Ahorros de Granada. A tales efectos, se pactó entre las partes que, para la válida emisión de cheques contra esa cuenta, se exigía la concurrencia de tres firmas mancomunadas, correspondientes a dos miembros del consejo de administración de la cooperativa y a uno de sus administrativos.

Como consecuencia de una variación posterior en la composición del Consejo rector de la cooperativa, los nuevos responsables detectaron la existencia de una serie de irregularidades en el manejo de sus cuentas bancarias, para lo cual se encargó una auditoría externa, que constató la existencia de una serie de cheques al portador, algunos de ellos cobrados por compensación, que habían sido hecho efectivos sin que figurasen en ellos las firmas requeridas en el contrato entre la Caja y el cliente, dándose incluso el caso de que alguno de ellos sólo presentaba la firma de una o dos personas, siendo en algunos casos estas dos personas simples administrativos de la cooperativa.

Ante la gravedad de los hechos, la entidad perjudicada inició las correspondientes acciones penales contra quienes consideraba responsables de dicho proceder, lo que determinó la incoación de diligencias preliminares contra algunos empleados de la sociedad que, finalmente, desembocaron en la apertura de juicio oral y posterior sentencia condenatoria contra uno de ellos por los delitos de estafa y falsedad en documento mercantil, condenándole, a su vez, a indemnizar a la entidad perjudicada la suma de 848.681,81 euros.

Más allá de las repercusiones penales a que dieron lugar los hechos acaecidos, los nuevos responsables de la cooperativa decidieron emprender, a su vez, acciones legales de

naturaleza civil contra la Caja General de Ahorros de Granada, por cuanto entendían que no había actuado con la diligencia necesaria a la hora de comprobar la concurrencia de las firmas contractualmente exigidas, reclamando la cantidad de 1.898.026,28 euros, más sus correspondientes intereses.

En su descargo, la Caja alegó que en el contrato de cuenta corriente figuraba una cláusula en virtud de la cual el cliente se comprometía a prestar en el plazo de un mes su conformidad o no a los extractos de cuenta que, periódicamente, iba a ir presentando la Caja, debiéndose entender que, transcurrido dicho plazo sin que se formulara reparo u objeción alguna, se entendían tácitamente aceptados dichos extractos informativos, con el mismo valor que si se les hubiera prestado una conformidad expresa. Sobre la base de dicha afirmación, se sostenía que los responsables de la Caja fueron en todo momento conocedores del alcance de estas disposiciones y que, al menos tácitamente, les habían prestado su conformidad. Además, se argumentaba que, al cobrarse muchos de esos talones por compensación interbancaria, la aplicación del sistema de truncamiento impidió la comprobación física de los documentos por la entidad librada.

El Juzgado de Primera Instancia de Martos, en sentencia de 3 de enero de 2009, estimó parcialmente la demanda y condenó a la Caja al pago de 1.262.787,97 euros, puesto que aceptó completamente los argumentos de fondo esgrimidos por la parte actora, si bien consideró que, a los efectos de evitar un posible enriquecimiento injusto, debía reducirse del monto indemnizatorio la cantidad que había podido recuperar ya la cooperativa por otros medios.

La sentencia de primera de instancia fue objeto de recurso de apelación ante la Audiencia Provincial de Jaén, la cual, en sentencia de 14 de mayo de 2009, confirmó todos y cada uno de los extremos de esta, llegando, finalmente, los autos al Tribunal Supremo, quien tuvo ocasión de pronunciarse acerca del recurso de casación interpuesto por los representantes legales de la Caja.

La Sala Primera del Tribunal Supremo, en sentencia de la cual fue ponente la Magistrada Encarnación Roca Trías, desestimó dicho recurso, confirmando plenamente los pronunciamientos efectuados por las sentencias de instancia.

Este resumen sucinto de los hechos nos indica, como advertíamos al principio, que son dos los temas que han centrado el interés de nuestros tribunales en el presente supuesto: por un lado, el valor que cabe atribuir a los extractos informativos enviados por los bancos en el marco de un contrato de cuenta corriente bancaria y, por otro, la diligencia exigible a las entidades bancarias en el ejercicio de sus funciones derivadas del servicio de caja propio del antedicho contrato, planteándose la interesante cuestión de si el primero de ellos puede acabar modulando o matizando la respuesta a la segunda cuestión.

Precisamente por ello, vamos a proseguir este breve comentario ocupándonos de cada uno de estos temas, repasando algunos pronunciamientos judiciales existentes al respecto, para concluir analizando si es o no posible que las entidades bancarias puedan alegar la compensación de su negligencia con el tácito asentimiento de sus clientes por medio de los extractos bancarios.

II. EL VALOR DE LOS EXTRACTOS ENVIADOS POR LAS ENTIDADES BANCARIAS A SUS CLIENTES

1. La cuenta corriente bancaria y el servicio de caja

De todos es sabido que, en la actualidad, el contrato de cuenta corriente bancaria se configura como un contrato autónomo e independiente de aquellas otras relaciones que puedan existir entre la entidad bancaria y el cliente, habiéndose superado concepciones más tradicionales que le otorgaban un papel de mero marco contable de aquellos otros contratos considerados principales, como pudieran ser el depósito, el préstamo o la apertura de crédito(2). En este contexto, y aun admitiendo su carácter mixto en la medida en que participa de elementos propios de otros contratos, la nota principal de este, que posibilita su carácter autónomo e independiente, viene constituida por el servicio de caja al que se compromete la entidad bancaria a favor de su cliente, por medio del cual se obliga a atender las órdenes que, en forma de adeudos y/o abonos, le vaya indicando este, con la consiguiente variación en el saldo.

Partiendo pues de la consideración del servicio de caja como elemento más relevante y caracterizador de esta relación, podemos afirmar que el contrato de cuenta corriente presenta la naturaleza de un contrato atípico y mixto que participa de los elementos del mandato o la gestión de negocios ajenos, en cuanto que el Banco se obliga a prestar un servicio de caja realizando operaciones de pago y cobros por cuenta y en interés de su cliente. Precisamente dicha circunstancia es la que justifica la aplicación al contrato de las normas reguladoras de la comisión mercantil (artículos 244 y siguientes del Código de comercio) y del mandato (artículos 1709 y siguientes del Código civil), en todo aquello que no haya sido expresamente previsto en las condiciones generales del contrato.

---

(2) Véase, entre nuestra doctrina, SÁNCHEZ CALERO: «Contrato de cuenta corriente mercantil, el de cuenta corriente bancaria y rendición de cuentas», en *Revista de Derecho Bancario y* Bursátil, núm. 46 (1992), pp. 547 y ss.; GARCÍA-PITA LASTRES: «La cuenta corriente bancaria en descubierto y los contratos de crédito: criterios para una interpretación legal y contractual», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 18 (1985), p. 425; EMBID IRUJO: «Contrato bancario y cuenta corriente bancaria. Las prestaciones: el llamado servicio de caja. El secreto bancario. El deber de información. La responsabilidad», en *Contratos bancarios*, obra colectiva dirigida por el Profesor Rafael GARCÍA VILLAVERDE, Madrid (1992), pp. 98 y ss.; «La cuenta corriente bancaria», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 65 (1997), pp. 135 y ss.; SÁNCHEZ–CALERO GUILARTE: «Consideraciones en torno a algunos aspectos de la cuenta corriente bancaria», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 23 (1986), pp. 639 y ss.; y ALFARO ÁGUILA-REAL: «Cuenta corriente bancaria», en *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, tomo II, pp. 1833 y ss.

Dicha concepción ha sido asumida también por nuestra jurisprudencia. Véase, en este sentido, la sentencia del Tribunal Supremo de 15 de julio de 1993, en la que se advierte *«que la cuenta corriente bancaria va adquiriendo cada vez más autonomía contractual, despegándose del depósito bancario que le servía de base y sólo actúa como soporte contable. En todo caso la cuenta corriente bancaria expresa siempre una disponibilidad de fondos a favor de los titulares de la misma contra el Banco que los retiene...»*, añadiendo que *«el Banco en cuanto mandatario, ejecuta las instrucciones del cliente, con sus abonos y cargos»*.

Aunque con mayor claridad se expresa aún la sentencia de la Audiencia Provincial de Segovia de 6 de mayo de 1996, en la que se nos dice que *«en efecto la cuenta corriente bancaria, inicial marco contable de un depósito o de una apertura de crédito, ha adquirido autonomía y engendrado consecuencias jurídicas propias independientes de las que corresponden al contrato básico o subyacente, al extremo de erigirse en contrato autónomo cuya finalidad es el llamado "servicio de caja" en favor del cliente en sentido amplio, que abarca tanto los pagos como los cobros por cuenta de éste, ya sea en efectivo o por medio de simples anotaciones de contabilidad»*.

De entre estas normas, y a los efectos que ahora interesan, destaca la del artículo 263 del Código de comercio, cuando dispone que *«el comisionista estará obligado a rendir, con relación a sus libros, cuenta específica y justificada de las cantidades que percibió para la comisión, reintegrando al comitente, en el plazo y forma que este le prescriba, del sobrante que resulte a su favor»*(3). Dicho precepto recoge la imprescindible obligación a cargo del sujeto que recibe el mandato de informar (rendir cuentas) al comitente en relación al encargo conferido, lo que, trasladado a la cuenta corriente bancaria, se traduce en la obligación a cargo de la entidad bancaria de informar periódicamente acerca de los diferentes movimientos que se producen en la cuenta y su repercusión en el saldo favorable o desfavorable al cliente.

De hecho, sin necesidad de recurrir a la normativa contenida en el Código de comercio, la totalidad de los modelos de contrato de cuenta corriente utilizados en la práctica contienen ya una cláusula que recoge la antedicha obligación, en el sentido de atribuir a la entidad bancaria la llevanza de los apuntes contables en la cuenta con la correspondiente información de cada uno de ellos al cliente.

2. El deber de información de las entidades bancarias y la problemática del valor atribuible a los extractos bancarios

Establecida esta primera obligación contable a cargo de las entidades bancarias, es también práctica reiterada en la actividad bancaria la inclusión en los contratos de cuenta corriente bancaria de una cláusula que establece un especial deber de información a su cargo, consistente en la remisión periódica al cliente de unos extractos informativos de cuenta, cuya aceptación se entiende otorgada tácitamente por éstos si no manifiestan su disconformidad en un determinado plazo fijado también en el contrato.

Esta consolidada práctica bancaria no constituye privilegio alguno a favor de las entidades bancarias, lo que determina su admisibilidad genérica a la luz de la normativa reguladora de las condiciones generales de la contratación y de la protección jurídica del consumidor. Más bien podríamos decir que dicha práctica se ajusta completamente a la realidad de los hechos, puesto que cualquier otro sistema sería absolutamente contrario a las más elementales exigencias de la lógica y el sentido común, por cuanto, en efecto, si la entidad bancaria hubiera de obtener el asentimiento expreso del cliente para cada una de las operaciones llegaríamos al extremo de paralizar la actividad bancaria, lo que no parece justificado en base a interés alguno.

Precisamente por ello, nuestra doctrina y jurisprudencia han venido reiteradamente admitiendo dicha práctica, argumentando que, en realidad, estamos ante una distribución convencional del deber de documentación de los actos de ejecución del contrato, atribuyéndose dicha obligación a la parte que se halla en mejores condiciones de cumplirla(4).

---

(3) En similar sentido se expresa el artículo 1720 del Código civil, al disponer que *«todo mandatario está obligado a dar cuenta de sus operaciones y a abonar al mandante cuanto haya recibido en virtud del contrato, aun cuando lo recibido no se debiera al segundo»*.

(4) Véase, por todos: SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE: «Contrato de cuenta corriente. Cláusulas referidas a la aprobación del saldo y alcance probatorio de la aceptación por el cliente», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 67 (1997), pp. 965 y ss., en concreto, pp. 978 y ss.

Resulta muy ilustrativa, al respecto, la doctrina contenida en la sentencia de la Audiencia Provincial de Segovia, de 19 de enero de 2000, en la que puede leerse que *«en relación con dicho contrato de cuenta corriente también tiene establecido este Tribunal que es un uso bancario de notoriedad manifiesta en el mismo la obligación que los Bancos siempre asumen, y que reflejan en las condiciones generales, de remitir al cliente extractos de cuenta periódicamente en los que practican la liquidación de la cuenta y comunican al cliente el saldo y los intereses devengados. Esta remisión de extractos tiene en el uso bancario relevancia jurídica por cuanto en ellos se solicita la conformidad del cliente al saldo remitido y se prevé su silencio como prestación tácita de tal conformidad una vez transcurrido determinado plazo, y a cuya significación jurídica nos referiremos posteriormente. En efecto se ha dicho en ocasiones que la forma en que normalmente se prevé la remisión de extractos al domicilio del cliente rompe el equilibrio contractual al cargar sobre este el valor del silencio, y se ha aludido a la arbitrariedad que supone el que el extracto se envíe sin constancia de su recepción. Pero como se ha puesto de manifiesto por cierto sector de la doctrina para analizar esta cuestión no hay que desconocer las dimensiones que tiene la actividad comercial bancaria, y el elevadísimo número de cuentas, movimientos de cuentas y extractos que mensual y anualmente se abren y generan, y así no se puede olvidar que: a) exigir que sólo con la constancia de la respuesta expresa positiva del cliente a un concreto movimiento o saldo de ese movimiento pudiera ser éste válido, supondría, sencillamente, acabar con la actividad bancaria, que quedaría paralizada tanto en las operaciones pasivas, como en las activas, donde además el carácter de deudor del cliente hace de él en principio un sujeto poco dado a la colaboración, y b) cierto es que el ideal sistema de remisión de extractos pasaría por el conducto notarial o el correo certificado, pero el alto coste que el sistema generaría, unido al hecho notorio de que en la inmensa mayoría de los extractos el cliente está de acuerdo con los movimientos por no ser éstos problemáticos en absoluto, constituyendo un conjunto de información que simplemente pone al día el control de las cuentas por el cliente, hace que los conductos fehacientes no sean ni convenientes ni necesarios».*

Por consiguiente, parece lógica y coherente la inclusión en los contratos de este tipo de cláusulas[(5)]; ahora bien, ¿significa ello que el transcurso del plazo sin oposición ni reparo alguno por parte del cliente convierte en inatacables los actos de ejecución comunicados por la entidad bancaria por medio de los extractos? Este interrogante nos permite adentrarnos en la problemática del valor atribuible al silencio del cliente. A tal efecto, debemos indicar que la cláusula lo que determina es un desplazamiento al cliente del deber de advertir los posibles errores en que incurra el Banco en la llevanza de los apuntes contables, lo que se traduce en la obligación de solicitar su corrección tan pronto tenga conocimiento de los eventuales errores apreciados. De tal forma, si nada se dice transcurrido ese plazo, se entiende que existe una conformidad tácita con el reporte contable facilitado por la entidad bancaria.

No obstante, lo importante es advertir que este silencio no tiene carácter constitutivo ni de fijación de las eventuales relaciones jurídicas que se deducen de los apuntes contables

(5) De hecho, en algunos ordenamientos jurídicos, como el italiano, en los que existe una regulación legal del contrato de cuenta corriente bancaria, se recoge específicamente esta previsión, determinando que el contenido del extracto enviado por el banco se entiende aprobado si no se discute por el cliente en el plazo pactado o en el que sea usual según las circunstancias del caso (artículo 1832 del *Codice civile* en relación con el artículo 1857).

contenidos en el extracto, esto es, solo alcanza un valor estrictamente probatorio, en el sentido que se presume que el cliente ha confesado tácitamente la existencia de aquellas. Pero, a continuación, debemos decir que ello no implica su inalterabilidad, ni la imposibilidad total de que puedan ser discutidas posteriormente por el cliente, puesto que la confesión perderá su carácter probatorio en el momento en que pueda acreditarse que se sustentó sobre la base de un error de hecho.

De lo anterior se deduce que el valor de los extractos aceptados tácitamente por el cliente no trasciende del plano estrictamente probatorio, lo que permite su discusión en un momento posterior, que normalmente será el de la apreciación del error en que se ha incurrido. De ahí que el cliente siempre podrá discutir la incorrección del contenido de los apuntes que figuran en el extracto y solicitar su rectificación, aunque para ello deberá aportar prueba suficiente que sea capaz de destruir el inicial principio de prueba que ha configurado su asentimiento tácito al contenido del extracto.

3. La posición del Tribunal Supremo con relación a este particular

Si trasladamos las reflexiones que estamos haciendo al caso enjuiciado por la sentencia del Tribunal Supremo de 19 de junio de 2012 observamos lo siguiente: al parecer, durante un lapso de tiempo considerable, se presentaron al cobro ante la Caja una serie de cheques en los que no figuraban las firmas que, de forma mancomunada, debían concurrir para la lícita disposición de los fondos, y que aparecían perfectamente delimitadas en el contrato de cheque entre la Cooperativa y la Caja. A pesar de ello, la Caja autorizó la disposición de esos fondos, anotando cada uno de esos actos en la relación de cuenta corriente con su cliente, con la consiguiente variación en el saldo de aquella. Lógicamente, esos movimientos anotados en la cuenta fueron objeto de comunicación al cliente por medio de los correspondientes extractos que, con carácter periódico, debían ser enviados por la Caja al domicilio indicado por la Cooperativa, sin que se manifestaran objeciones a estos en los plazos marcados a tal efecto por el contrato de cuenta corriente bancaria, lo que, sin duda, equivale a afirmar que cuando menos nos hallamos ante un proceder negligente por parte de la Cooperativa.

Fijada así la cuestión, el problema radica en determinar si la conformidad tácita del cliente al contenido de esos extractos, expresada por medio del silencio o ausencia de manifestación de disconformidad alguna con relación a ellos, puede trascender de un valor estrictamente probatorio para alcanzar, de manera indiscutible, el de validez plena de los actos de ejecución del servicio de caja respecto de los que no se ha venido ofreciendo reparo u objeción alguna.

Con relación a este particular, la sentencia objeto de comentario, sin negar valor ni eficacia a la cláusula cuya interpretación se discute, no profundiza acerca de dicha problemática, remitiéndose a tal efecto, entre otras, a la sentencia del Tribunal Supremo de 24 de marzo de 2006, en la que se afirma claramente que *«el silencio aquí, como prestación tácita de conformidad no es, como ha puesto de relieve la mejor doctrina, una verdadera declaración de voluntad negocial dispositiva, a la que se pudiera conceder una eficacia constitutiva o el carácter de "negocio jurídico de fijación" que haga definitivamente inatacable el saldo aprobado, sino que hay que atribuirle naturaleza confesoria, con valor que el derogado artículo 1232 CC consideraba susceptible de impugnación*

por "error de hecho" y que se ha de considerar ahora siempre sometido a las reglas de la sana crítica».

Lo anterior no impide que pueda atribuirse un cierto valor al silencio. De hecho, la sentencia anteriormente citada se lo reconoce, al entender que la posición sustentada con anterioridad *«es compatible con la sostenida por la jurisprudencia en torno al valor del silencio como declaración de voluntad en aplicación del principio* quis siluit cum loqui debuit et potuit consentire videtur*, con arreglo a cuya máxima se trata de apreciar no el mero silencio sino que se pueda y se deba responder, pues para dar valor al silencio ha de trascender su carácter meramente negativo, ya que solo ha de tener relevancia cuando de antemano es tenido en cuenta por la Ley para asignarle un cierto efecto o cuando se hace preciso una manifestación de voluntad que se omite».*

Lo que ocurre es que debe combinarse adecuadamente el valor de ese silencio con otras circunstancias concurrentes en el supuesto, lo que permite afirmar que, *«incluso suponiendo que, en efecto, nada sabía la entidad demandada del fallecimiento del titular de las cuentas, y aceptando que se remitían los extractos al domicilio señalado... podría ello explicar que las cuentas corrientes siguieran funcionando, pero en ningún caso justificar una disposición en efectivo, un reintegro con extinción del depósito a plazo fijo, que además se ingresa también en efectivo ese mismo día, y acto seguido se destina a la inversión en compra de valores, por importe de 2.049.834 pesetas, todo ello dos años y cuatro meses después del fallecimiento del titular, convalidándose de este modo actos negociales realizados por persona que ya no podía ser el titular, cuya firma difícilmente pudo ser utilizada y de modo que mal cabe justificar la operación por recurso a una autorización del titular ni a la existencia de otro u otros cotitulares, lo que debería haber sido acreditado mediante prueba que, en uno u otro aspecto, corresponde a la entidad demandada y cuya carencia mal puede imputarse a la otra parte, como no cabe aceptar ni la existencia de autorización ni una presunción de que haya tal, en vista de las circunstancias concurrentes».*

Todo lo anterior es lo que permite concluir, en el caso enjuiciado por la sentencia a la que se remite la que es objeto de este comentario, *«que se ha producido una falta de diligencia por parte de la entidad demandada, al menos en las comprobaciones pertinentes para la disposición de la imposición a plazo, y, por otra parte, que el criterio no ha de ser distinto del que se aplica en el artículo 156 de la Ley Cambiaria y del Cheque al pago de un cheque falso o falsificado, de acuerdo con las sentencias de 7 de junio de 1984 y de 15 de julio de 1988: se imputa la negligencia al Banco, salvo que se acredite la culpa del librador, lo que en este caso ni se ha intentado, siempre resguardándose bajo la idea de una justificada desaparición de la documentación»*[6].

---

(6) Esta doctrina jurisprudencial se observa, por lo demás, en la práctica totalidad de las sentencias de nuestras audiencias provinciales. Baste como ejemplo la de la Audiencia Provincial de Segovia de 19 de enero de 2000, en la que podemos leer lo siguiente: *«Su valor, pues, no es el de un negocio jurídico sino el de una confesión, por lo que si hubo error se tratará de un error de hecho que mermará la eficacia de la confesión de acuerdo con el art. 1234 del CC. De donde se sigue que cuando el cuentacorrentista desaprueba el saldo en el plazo convenido, habrá el Banco de acreditar la razón jurídica subyacente; esto es las operaciones a que se refieren los asientos que determinan el saldo. Pero cuando la aprobación se produjo, expresa o tácitamente, goza el Banco a su favor de una confesión que hace prueba contra quien la hizo, sin perjuicio de que éste pruebe el error en la conformidad acreditando la incorrección de tal o cual asiento, bien por error de anotación o de cálculo».*

Obsérvese bien, pues, que la sentencia que nos ocupa no discute ni la validez de este tipo de cláusulas ni el valor probatorio que puede atribuírseles, aceptando en este sentido las consideraciones efectuadas por la representación legal de la Caja de Ahorros de Granada, al aportar al juicio dos sentencias del propio Tribunal Supremo: en una de ellas, la de 18 de julio de 1994, se determina la responsabilidad del banco en un caso de falsificación de cheques, pero se acepta la imputación al afectado de una parte de responsabilidad por la negligencia en la custodia del talonario y por no haber advertido que la cuenta era objeto de un considerable saqueo, lo que podía haber controlado precisamente a través de los extractos bancarios(7); mientras que en la otra, de 9 de marzo de 1995, se aprecia compensación de culpas en un caso en que el gerente de una empresa, durante un plazo de 10 años, estuvo disponiendo de fondos en su favor, y ello precisamente sobre la base de que no se vino oponiendo objeción o reparo alguno a los extractos bancarios.

Por consiguiente, insistimos, no se discute la existencia de la cláusula ni su eventual valor de asentimiento tácito a la información contenida en los extractos. Ahora bien, lo que no ampara la cláusula, bajo ningún concepto, es la inobservancia de los deberes que la entidad bancaria, en tanto que mandataria sometida a un plus especial de responsabilidad, debe respetar en el cumplimiento de su servicio de caja a favor del cliente. Y ahí radica precisamente el criterio sobre el que descansa la decisión del Tribunal Supremo de exigir, sobre la base del artículo 1101 del Código civil, la indemnización de los daños y perjuicios causados en el cumplimiento de sus obligaciones por parte de la entidad bancaria.

III. LA DILIGENCIA EXIGIBLE A LAS ENTIDADES BANCARIAS DERIVADA DEL CONTRATO DE CUENTA CORRIENTE BANCARIA

Ya hemos indicado con anterioridad que el elemento definitorio del contrato de cuenta corriente bancaria lo constituye el servicio de caja prestado al cliente, en base al cual la entidad bancaria asume la obligación de cumplir y ejecutar las órdenes recibidas del cuentacorrentista, referidas a la realización, en la cuenta, de cobros y pagos a terceros por orden de este, lo que acerca al contrato a la figura de la comisión mercantil, siéndole de aplicación lo dispuesto en los artículos 244 a 280 del Código de Comercio (Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de diciembre de 1995).

De conformidad con lo anterior, la entidad bancaria se halla obligada a seguir en todo momento las instrucciones recibidas del cliente, lo que deriva de la normativa propia del contrato de comisión mercantil. Así, por ejemplo, el artículo 254 del Código de comercio establece expresamente que *«el comisionista que en el desempeño de su encargo se sujete a las instrucciones recibidas del comitente, quedará exento de toda responsabilidad para con él»*, mientras que, por su parte, el artículo 256 del citado texto legal dispone que *«en ningún caso podrá el comisionista proceder contra disposición expresa del comitente, quedando responsable de todos los daños y perjuicios que por hacerlo le ocasionare»*.

---

(7) Dice, en efecto, el Tribunal Supremo que *«es manifiesta la existencia de una conducta culposa por ambas partes sin que ninguna resulte preponderante, lo que ha de generar una responsabilidad para las partes concretada en el reparto por igual de la asunción del daño producido por la falsificación»*.

A todo ello deben añadirse, además, las obligaciones propias derivadas del contrato de depósito, del que también participa la relación jurídica de cuenta corriente bancaria en tanto que contrato de naturaleza mixta, que le obligan a conservar y devolver el dinero depositado, respondiendo de los menoscabos, daños y perjuicios que este haya sufrido por su negligencia, siendo esta obligación del depositario, de conformidad con lo dispuesto tanto en el Código de comercio como en el civil, de carácter casi absoluto, puesto que solo decae mediante causa justificada de fuerza mayor o de caso fortuito, no previsible ni evitable (sentencia del Tribunal Supremo de 25 de julio de 1991).

Por consiguiente, parece clara la obligación que recae sobre la entidad bancaria: cumplir las indicaciones contenidas en el mandato conferido por el cliente y conservar los fondos puestos a su disposición, lo que la somete a responsabilidad por un eventual incumplimiento de estas, pero también le libera de ella en el caso de que acredite su cabal cumplimiento.

En el caso en cuestión, la Cooperativa manifestó su voluntad de que cualquier disposición de fondos sobre la cuenta corriente viniera ordenada por medio de la firma mancomunada de tres personas, dos de las cuales debían ser miembros de su Consejo de administración, y la tercera un administrativo de esta. Las instrucciones del cliente en cuanto a la materialización del servicio de caja por medio del contrato de cheque parecen bien claras, lo que obligaba a la Caja a su puntual cumplimiento, ya que, de lo contrario, se estarían incumpliendo las obligaciones derivadas del mandato (seguimiento de las instrucciones) y del depósito (conservación diligente de los fondos), elementos ambos como hemos visto caracterizadores del contrato de cuenta corriente bancaria.

En otras palabras, lo que pretende expresarse es que el elemento delimitador de la eventual responsabilidad de la entidad bancaria deben ser las instrucciones recibidas por parte del cliente[8], que en el caso que nos ocupa consisten en cotejar adecuadamente las firmas que concurren en cada uno de los actos de disposición de los fondos existentes en la cuenta corriente[9].

Desde esta perspectiva, además, no puede desconocerse la normativa aplicable en materia de cheque, que resulta de aplicación al supuesto en cuestión, puesto que existe el acuerdo entre la Caja y la Cooperativa de que esta puede hacer uso de los fondos en cuenta corriente por medio de este especial instrumento de pago. Al respecto, recuérdese que el artículo 108 de la Ley cambiaria y del cheque autoriza la emisión de cheques contra el banco librado en aquellos casos en que exista un acuerdo, tácito o expreso, según el cual el librador tenga derecho a disponer de los fondos, lo que parece suceder en este supuesto. Y que, por su parte, el artículo 156 de la citada Ley atribuye a la entidad bancaria librada

(8) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE: «La cuenta corriente y la transferencia bancaria. Observaciones a sus aspectos más discutidos», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 86 (2002), pp. 103 y ss., en concreto, p. 121.

(9) Conviene dejar anotado que la Caja intentó también en su contestación a la demanda alegar la existencia de una novación de la obligación primitiva, basada en el hecho de que con el tiempo se convirtió en práctica habitual la de que se pagaran cheques con dos firmas en lugar de las tres formalmente establecidas, completándose después la tercera firma que faltaba. Dicho argumento fue rechazado por el Juzgado de Primera Instancia y por la Audiencia Provincial sobre la base de que la novación, *ex* artículo 1204 del Código civil, exige que la sustitución de una obligación por otra se declare terminantemente o que resulten del todo punto incompatibles la antigua y la nueva, algo que no sucede en este caso, puesto que no constaba modificación alguna de las condiciones del contrato.

la responsabilidad por el pago de un cheque falso o falsificado, salvo aquellos casos en los que el titular de la cuenta hubiera procedido con culpa o negligencia en la custodia del talonario.

De lo anterior se desprende, sin lugar a dudas, que la negligencia en la custodia del talonario puede moderar la responsabilidad del banco, como bien ha reconocido en reiteradas ocasiones nuestra jurisprudencia. Este es el caso, por ejemplo, de la ya citada sentencia del Tribunal Supremo de 18 de julio de 1994, en la que se roba un talonario y se van emitiendo cheques sin que el titular de la cuenta se muestre disconforme con los extractos que le va enviando la entidad bancaria, lo que permite al Tribunal aplicar la compensación de culpas sobre la base del citado artículo 156 de la Ley cambiaria.

Pero no solo la negligente custodia del talonario ha sido apreciada por nuestros Tribunales como factor determinante de la compensación de culpas, como lo acredita la sentencia del Tribunal Supremo de 9 de marzo de 1995, también alegada por la representación procesal de la Caja de Ahorros de Granada, en la que expresamente se advierte que *«la entidad recurrente omitió culposamente la diligencia debida al mantener una actuación de su delegado sin poder alguno para percibir el importe de los cheques no extendidos a su nombre, ni endosados a él; ya que sin la cooperación de la negligencia del legítimo titular nominativo de los cheques litigiosos no se habría verificado la indebida percepción de su importe por persona no autorizada para recibirlo. Por todo ello se halla justificada la apreciación de culpa en ambas partes y la compensación que la Sala de instancia efectuó».*

Obsérvese que este último supuesto resulta ciertamente similar al enjuiciado por la sentencia objeto del presente comentario, ya que se trataba también de un caso en que quien dispone finalmente de los fondos no es quien realmente está autorizado para ello, lo que se combina con una cierta actitud condescendiente por parte del titular de la cuenta, ya sea porque se mantiene durante diez años en el cargo a ese gerente que viene disponiendo de los fondos en su favor, ya sea porque se guarda silencio con relación a los extractos periódicos que se van enviando y que reflejan los distintos actos de disposición sobre la cuenta corriente. De hecho, la sentencia que comentamos asume la similitud entre ambos supuestos, pero acaba determinando la responsabilidad única y exclusiva a cargo de la entidad bancaria, para lo cual alude a dos sentencias sobre las que pretende reforzar su tesis.

Por un lado, la sentencia del Tribunal Supremo de 9 de octubre de 2007, en la que, pese a que parece demostrado que el cliente conocía los cargos que se iban efectuando en la cuenta corriente abierta a su nombre, se acaba concluyendo la responsabilidad exclusiva de la entidad bancaria. Dice, en efecto, la citada sentencia que *«en el presente supuesto, el banco ha cargado una serie de cheques emitidos a nombre de una sociedad en la cuenta particular de unas personas físicas, sin que conste o al menos la entidad bancaria no lo ha acreditado que dichos particulares hubieran autorizado que dichos cheques se cargaran en su cuenta corriente… De lo anterior, se advierte un incumplimiento por el banco de los deberes que le impone el contrato de cuenta corriente, caracterizado, principalmente, por tratarse de un contrato de gestión, el banco debe cumplir las órdenes que el cliente pueda darle bien de una manera directa, concreta y específica bien de forma genérica sobre la base de los usos bancarios para la realización de cobros y pagos a terceros a través del servicio de caja. Por otro lado, aunque se trata de un contrato con perfiles autónomos tiene mucha afinidad con el mandato, lo que implica que uno de sus ingredientes normativos sea la confianza entre las partes… El banco demandado ha infringido tales deberes, sin*

que pueda hablarse de un consentimiento tácito porque para que ello pueda operar con la eficacia exonerativa pretendida, es preciso que los actos de que tal consentimiento se derive sean inequívocos y concluyentes, de modo que puedan interpretarse como una auténtica declaración de voluntad, lo que en este caso no puede ni siquiera presumirse como lo prueba el mero hecho de haberse planteado este litigio». Las anteriores reflexiones permiten al Tribunal Supremo concluir, de conformidad con lo que hemos venido exponiendo acerca del valor de los extractos bancarios, que *«esta Sala tiene declarado que el silencio por parte de los titulares de las cuentas bancarias frente a los extractos remitidos regularmente por el banco puede implicar, si no la expresión de una voluntad negocial dispositiva o de fijación, una prestación tácita de conformidad de naturaleza confesoria en cuanto a la autorización de las operaciones reflejadas sometida a la apreciación probatoria mediante las reglas de la sana crítica».*

Por otro, la ya citada sentencia del Tribunal Supremo de 24 de marzo de 2006, algunos de cuyos pasajes hemos transcrito previamente, en la que ya hemos visto que se atribuye la responsabilidad a la entidad bancaria, sobre la base del artículo 156 de la Ley cambiaria, aunque dejando muy claro que no se ha acreditado en el supuesto en cuestión la concurrencia de culpa alguna por parte del cliente.

IV. LA EVENTUAL COMPENSACIÓN DE CULPAS DERIVADA DE LA ACTUACIÓN DEL CLIENTE

De lo hasta aquí expuesto, podemos deducir lo siguiente: la entidad bancaria debe cumplir, en el marco de un contrato de cuenta corriente bancaria, con elementos propios del mandato y del depósito, con los deberes propios del mandatario y del depositario, especialmente en lo que se refiere al seguimiento de las instrucciones emitidas por el cliente, puesto que solo así podrá asegurarse la conservación diligente y el mantenimiento de los fondos existentes en la cuenta. Ahora bien, también hemos visto que la actuación del cliente puede determinar la apreciación de una conducta culposa que permita distribuir entre ambos un eventual perjuicio de los fondos depositados en la cuenta. Esta compensación parece evidente en los casos de custodia negligente del talonario, puesto que ninguna otra cosa cabe deducir de la dicción literal del artículo 156 de la Ley cambiaria, como así viene señalando unánimemente la jurisprudencia.

Cuestión distinta es cuando la eventual culpa del cliente procede de otro tipo de actuaciones, para lo cual no puede ofrecerse un criterio interpretativo claro, sino que habrá de analizarse caso por caso cada una de las circunstancias concurrentes en él[10].

(10) Recientemente, el Tribunal Supremo, en sentencia de 16 de diciembre de 2011, tuvo ocasión también de pronunciarse con relación a un caso similar: se trataba de una transferencia de fondos desde una cuenta de depósito abierta en España por un ciudadano residente en Estados Unidos a una cuenta de un Banco suizo, discutiéndose por parte del cliente la existencia de la orden, puesto que alegaba que su firma había sido falseada y, además, se contenían en la orden de transferencia una serie de errores en el primer apellido del presunto ordenante y se omitía toda referencia a su número de pasaporte. Ante tales alegaciones, el Banco demandado argumentó la negligencia del cliente sobre la base de que no se trataba de una imitación burda de la firma y que la orden contenía una serie de datos que solo podían ser conocidos por el titular de la cuenta, lo que debía determinar la concurrencia de culpa por su parte. El Tribunal Supremo respalda la postura del Juzgado de Primera Instancia y de la Audiencia Provincial, sancionando el actuar

En particular, la sentencia objeto de este comentario nos permite analizar dos conductas del cliente respecto de las cuales podría argumentarse un eventual comportamiento culposo susceptible de compensación con la actitud negligente de la entidad bancaria.

Por un lado, el silencio reiterado o la ausencia de objeción alguna a los extractos de cuenta que, con carácter periódico, venía enviando la entidad bancaria. Respecto de dicho proceder, la sentencia del Tribunal Supremo de 19 de junio de 2012 concluye que la obligación de la Caja de pagar en las condiciones establecidas en el contrato de cuenta corriente, es decir, con la concurrencia de las firmas exigidas, no puede ser compensada con la obligación de comprobar el contenido de los extractos por parte del cliente, puesto que, sin negar el valor y la eficacia de este tipo de cláusulas en cuanto a su alcance probatorio, nada impide que, con posterioridad, pueda discutirse la realidad de cada uno de los actos de ejecución enmarcados en el servicio de caja. Y, a tales efectos, el Tribunal Supremo nos advierte, además, de las particularidades de este caso en concreto, que deben ser tomadas especialmente en cuenta.

Por una parte, la consideración de que nos hallamos ante una Cooperativa de crédito, en la que los distintos socios e impositores están facultados para recuperar sus aportaciones en la forma establecida en sus correspondientes reglas internas de funcionamiento. Precisamente por ello, para afrontar esa disponibilidad, se había contratado con la Caja, que era la depositaria de los fondos, la utilización de cheques bancarios en la forma limitada que consta en el contrato, es decir, con la concurrencia de las firmas tantas veces mencionadas.

Y, por otra, que el examen de los extractos enviados por la Caja no hubiera resultado significativo a estos efectos, puesto que de su sola lectura difícilmente se hubiera podido comprobar que los actos de disposición se ajustaban o no a las instrucciones impartidas a la Caja, puesto que, como es normal, en el extracto figura solo el acto de disposición, pero no la advertencia de si el mismo se ha efectuado de conformidad con las órdenes emanadas del cliente. En palabras del propio Tribunal, *«la Cooperativa sólo podía saber de qué se disponía, no de la forma en que se disponía»*.

Respecto de esta primera cuestión, la posición del Tribunal Supremo es, por tanto, inflexible y no admite la posibilidad de que los extractos justifiquen la apreciación de una concurrencia de culpas en la actuación de ambas partes. En definitiva, no se trata de que los extractos sean o no correctos, ya que obedecían a apuntes contables ciertos y verdaderos —los actos de disposición contra la cuenta corriente—, sino que estos últimos se efectuaron como consecuencia de una actuación claramente negligente por parte de la Caja, que no se ajustó a las instrucciones impartidas por el cliente en el sentido de exigir la concurrencia de un determinado número de firmas en ellos.

Por último, debemos examinar si la compensación de culpas entre el cliente y la entidad bancaria puede sustentarse en alguna razón distinta de la aceptación tácita de los actos de ejecución por medio del silencio ante los extractos bancarios. De hecho, ya hemos visto que, en el marco de la ejecución de un contrato de cheque, el artículo 156 de la Ley cambiaria alude expresamente a la negligencia en la custodia del talonario, pero también, con

---

culposo o negligente de la entidad demandada, al dar cumplimiento a la orden de transferencia sin cerciorarse de la veracidad de la firma y sin que se aprecie concurrencia de culpa alguna en el proceder del cliente.

carácter general, al proceder culposo de aquel. Desde esta perspectiva, no podemos dejar de lado que, en el caso que nos ocupa, y con independencia ya del valor que asignemos a los extractos bancarios, los actos de disposición efectuados sobre la cuenta corriente fueron realizados por un empleado de la Caja, que a la postre fue condenado por un delito de estafa y falsedad en documento mercantil, lo que autoriza a reflexionar acerca de si es aplicable al caso la regla contenida en el artículo 1903.4 del Código civil, cuando establece la responsabilidad de los dueños o directores de un establecimiento y empresa respecto de los perjuicios causados por sus dependientes en el servicio de los ramos en que los tuvieran empleados, o con ocasión de sus funciones.

De hecho, la Caja de Ahorros de Granada recurrió a dicho argumento, al entender que la falta de vigilancia de la Cooperativa había producido una ruptura del nexo de causalidad, lo que venía reforzado por la obligación, *ex* artículo 1903.4, de responder por los actos de sus empleados.

No obstante, el Tribunal Supremo, por cuestiones estrictamente procesales, derivadas de que la sentencia de instancia consideró probada la negligencia de la entidad bancaria y que la cuestión relativa a la determinación de si hubo o no concurrencia de culpas es una cuestión de hecho no revisable en casación, desestimó el motivo, lo que nos permite elucubrar acerca de si la línea argumental de tratar de reducir la cantidad a cuya reposición se obliga alegando que quien dispuso fraudulentamente de los fondos fue un empleado de la Cooperativa, lo que permite intentar al menos la compensación de culpas al tratarse de una indemnización de daños y perjuicios, hubiera podido tener éxito de haber podido ser acreditada con mayor esmero(11). Con todo, cabe reseñar que la sentencia de la Audiencia Provincial de Jaén, de la que trae causa este caso, niega por completo la existencia de culpa alguna por parte de la Cooperativa, de quien señala que no se puede predicar incumplimiento alguno de sus obligaciones, como lo acredita la circunstancia de que ninguno de los miembros de su Consejo rector, a los que se había imputado un delito de estafa y de apropiación indebida, fue condenado por la vía penal, declarándose que, aun en el caso de que hubieran actuado con toda la diligencia debida, no hubieran podido detectar las irregularidades ni el fraude, no teniendo posibilidad alguna de evitar el resultado(12).

Sea como fuere, y en conclusión, parece que el incumplimiento flagrante y notorio por parte de la Caja de sus obligaciones de comprobación de la legitimidad y legitimación de las firmas autorizadas para disponer de la cuenta han sustentado principalmente la decisión tomada por las distintas instancias judiciales que tuvieron que pronunciarse sobre este tema, en el sentido de atribuir enteramente a la Caja responsabilidad por los fondos indebidamente utilizados sin apreciar concurrencia de culpa alguna, lo que no deja de ser un reflejo o consecuencia clara de la diligencia especialmente exigible a las entidades bancarias en el cumplimiento de sus obligaciones profesionales ante sus clientes.

La aplicación de la antedicha doctrina, si bien no aparece reflejada en el texto de la sentencia del Tribunal Supremo, se expone claramente en la sentencia de la Audiencia Pro-

---

(11) Véase, en un sentido similar, las consideraciones efectuadas sobre este particular por ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús, en su blog *Derecho Mercantil,* entrada «Valor de los extractos bancarios y empleado (del cliente) desleal», de 26 de junio de 2012.

(12) Nos referimos a la sentencia de la Sala de lo Penal de la Audiencia Provincial de Jaén de 28 de abril de 2008.

vincial de Jaén, al analizar en profundidad la alegación efectuada por la Caja de Ahorros en el sentido de que la utilización del sistema de truncamiento de cheques en el cobro de estos por la vía de la compensación interbancaria había impedido una comprobación física del documento, lo que sin duda dificultaba el cumplimiento de su obligación de cotejo de las firmas.

Al respecto, la Audiencia Provincial parte de la base inicial de que la normativa interbancaria no es de aplicación a los clientes, pero, además, recurre a una sentencia previa del Tribunal Supremo, la de 9 de febrero de 1998, para advertirnos que, a efectos de responsabilidad de la entidad bancaria, nada importa la utilización del sistema de truncamiento, que implica la inmovilización del título en la oficina bancaria donde se ha presentado a su cobro, de manera que se hace llegar a la entidad librada sólo la información en soportes electrónicos gestionados de forma centralizada por toda la Banca. En efecto, siempre según la doctrina sentada por el Tribunal Supremo, este tipo de sistemas favorecen la rapidez en la gestión, permitiendo incluso un ahorro de personal con la consiguiente reducción de costes, lo cual, si beneficia económicamente a la entidad que lo utiliza, debe traer también como efecto que quien resulta favorecido por una actividad que le reporta utilidad debe soportar asimismo los riesgos derivados de ella, en este caso la eventual dificultad en el cotejo de las firmas, habida cuenta de la inmovilización física de los documentos.

Es a partir de ahí cuando deviene de aplicación la doctrina del riesgo profesional inherente al tráfico bancario, en la que la diligencia exigible al Banco no es la de un buen padre de familia, sino la que le corresponde como comerciante experto que, asiduamente, ejerce funciones de comisión y de depósito, lo que determina la sujeción de su conducta a los artículos 255 y 307 del Código de comercio, en los que se exige un cuidado especial en estas labores, sobre todo si se tiene presente que las entidades bancarias hallan buena parte de su justo lucro en tales cometidos (sentencia del Tribunal Supremo de 15 de julio de 1988).

V. CONCLUSIONES

Si bien resulta ampliamente admitida, tanto por la doctrina como por la jurisprudencia, la validez de las cláusulas que conceden un cierto valor a los extractos de cuenta que remiten periódicamente los bancos a sus clientes, una vez transcurrido un determinado plazo de tiempo sin que éstos formulen reparos u objeciones a los mismos, lo cierto es que dicho valor no debe trascender del plano estrictamente probatorio, de manera que la eventual incorrección o inexactitud de los datos contenidos en esos extractos no resulta corregida por ese silencio del cliente.

De tal forma, en los casos en que la entidad bancaria haya descuidado negligentemente el cumplimiento de sus deberes derivados del contrato de cuenta corriente bancaria, no podrá recurrir al contenido de esos extractos, aceptados tácitamente por el cliente por medio de su silencio, a los efectos de reducir o minorar el alcance de su responsabilidad en la disposición indebida o incorrecta de los fondos a ella confiados. Expresado en otras palabras, la actitud pasiva del cliente o, si se prefiere, la condescendencia con relación a la información que periódicamente se le facilita, no exime a la entidad bancaria del cumplimiento estricto de sus deberes.

Dicha conclusión se deriva de las reglas generales aplicables a todo mandatario o depositario, pero principalmente de la especial diligencia exigible a las entidades bancarias, que como es sobradamente conocido no puede referenciarse a la que se pudiera requerir a un ciudadano medio, sino a la que debe asumir aquel que se dedica profesionalmente al sector de la actividad crediticia y, muy en particular, al depósito y custodia de los fondos ajenos.

Noticias

1. La Sentencia de la Corte Federal de Australia de 5 de noviembre de 2012 sobre la responsabilidad civil de Standard & Poors por la indebida calificación de un instrumento financiero estructurado

1. Contexto comparado: régimen de la responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia en la Unión Europea

La regulación comunitaria de las Agencias de Calificación Crediticia (en adelante ACCs) regula tres tipos de responsabilidades en las que pueden incurrir estas ACCs (ver nuestro estudio sobre «La responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de "Rating")», en la *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 7, 2010, pp. 9 y ss.), que son:

a) Responsabilidad administrativa. Al respecto, el Reglamento (UE) núm. 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre las Agencias de Calificación Crediticia, incorporó un Anexo III con una «lista de las infracciones a que se refieren el artículo 24, apartado 1, y el artículos 36 bis, apartado 1», y un Anexo IV con la «lista de los coeficientes ligados a los factores agravantes o atenuantes en relación con la aplicación del artículo 36 bis, apartado 3». De tal manera que existe un catálogo minucioso de las infracciones que pueden cometer dichas ACCs relacionadas con conflictos de intereses, requisitos de organización o de funcionamiento, con obstáculos a la actividad de supervisión y con las disposiciones sobre divulgación de información (sobre ambos Reglamentos, ver nuestras noticias en esta *RDBB*, núm. 116, 2009, pp. 306 y ss., y núm. 123, 2011, pp. 295 y ss.).

b) Responsabilidad civil. Al respecto, el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 alude a ella en su considerando (69), y la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009, sobre las Agencias de Calificación Crediticia (COM, 2011, 747 final), establece una regulación específica de la responsabilidad civil de dichas agencias incorporando un Título III bis (art. 35 bis).

c) Responsabilidad penal. Al respecto, la regulación comunitaria se remite a los ordenamientos de los Estados miembros.

2. La Sentencia de la Corte Federal de Australia de 5 de noviembre de 2012

a) Importancia y significado

El 5 de noviembre de 2012, la Corte Federal de Australia dictó la Sentencia en el asunto «Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (no 5) [2012] FCA 1200». Esta Sentencia ha tenido un enorme eco en los mercados financieros internacionales, tanto porque afectó a una de las tres grandes ACCs, en concreto Standard&Poors (S&P); como porque se trata de un caso paradigmático en el que han confluido algunos de los aspectos más problemáticos de la actividad de estas ACCs: calificaciones indebidamente generosas de instrumentos estructurados de una complejidad extrema, metodología de calificación defectuosa, información engañosa sobre la calificación concedida e influencia distorsionadora del banco originador y calificador del instrumento calificado.

b) El supuesto de hecho del caso

En el caso actuaron como demandantes unas Asociaciones de Consejos locales de Nueva Gales del Sur (Local Government and Shires Associations) que constituyeron una entidad financiera (Local Government Financial Services, LGFS) para encauzar sus depósitos e inversiones. En 2004, aquellas Asociaciones vendieron LGFS a otra entidad. Fueron demandados la propia LGFS, el banco ABN Amro y S&P.

El objeto de calificación que suscitó la controversia fue un instrumento financiero estructurado denominado «Constant Proportion Debt Obligation» (CPDO) que conoció distintas versiones, siendo la conflictiva una denominada «Rembrandt 2006 – 2 CPDO» y que llegó a mostrar tal grado de complejidad que la propia Sentencia lo describió como un instrumento «grotescamente complicado». Sin entrar en la complejidad de tal instrumento, simplemente interesa destacar que los contratos a él subyacentes implicaban un juego de base 0 en el que los intereses de los inversores como vendedores de protección y de la contraparte como comprador de protección se contraponían y daban al inversor dos posibles resultados con un riesgo máximo de 15 veces de pérdida del importe invertido.

La calificación de aquel instrumento por parte de S&P se realizó utilizando un modelo capaz de simular los distintos y numerosos escenarios de ingresos y pérdidas denominado «Modelo Montecarlo» que distinguió dos hipótesis de escenarios normales o extremos (también denominados estresados). Las irregularidades cometidas en el proceso de calificación —que a la postre condujeron a la declaración de responsabilidad de S&P— fueron de dos tipos: primero, una serie de defectos técnicos (tales como una injustificable e irracional subestimación del porcentaje de volatilidad inducida por la información inexacta de ABN Amro, una distinción arbitraria entre los escenarios de liquidez a largo plazo, unas valoraciones defectuosas de escenarios estresados y no estresados, etc.); y, segundo, un conjunto de circunstancias adicionales (tales como la ignorancia deliberada de S&P del proceso de ajuste generalizado de las calificaciones crediticias, las dudas de sus propios empleados sobre la calificación otorgada, etc.). Pues bien, a pesar de que ese conjunto de circunstancias no debieron conducir a otorgar al instrumento financiero estructurado litigioso la calificación de AAA, S&P otorgó dicha calificación y autorizó a ABN Amro a difundirla.

c) El conflicto jurídico

La demanda de las Asociaciones de Consejos Locales pretendió recuperar las pérdidas sufridas por la inversión en el instrumento financiero señalado que fue indebidamente calificado con AAA por S&P.

LGFS fue declarada responsable de una tercera parte de los daños reclamados por incumplir sus obligaciones fiduciarias al no desvelar sus conflictos de intereses en relación con los instrumentos comercializados a los Consejos. En particular, al tiempo que colocaba aquellas notas sobre la base de la calificación AAA otorgada por S&P, les transmitía informaciones falsas sobre su adecuación a los requisitos de inversión de los Consejos sin advertirles, por ejemplo, de la alta volatilidad de estas.

ABN Amro fue declarado responsable de otra tercera parte de los daños reclamados por incumplimiento de su contrato con LGFS al colocarle el repetido instrumento financiero.

S&P fue declarada responsable de la otra tercera parte de los daños reclamados porque la calificación de los instrumentos con AAA implicó que la capacidad del emisor para cumplir las obligaciones derivadas de aquellos era «extremadamente fuerte»; lo que, confrontado con las pérdidas reales, reveló una información engañosa sobre los repetidos instrumentos. En concreto, aquella calificación se presentó como una valoración diligente de la información disponible cuando en el proceso se evidenció que S&P conocía que ello no era cierto en el momento de emitir dicha calificación.

3. Conclusiones

El análisis de esta Sentencia resulta extremadamente ilustrativo de las circunstancias que pueden conducir a exigir la responsabilidad civil a las ACCs por los daños ocasionados por las calificaciones defectuosas que hayan podido divulgar, directa o indirectamente, en el mercado financiero. Y ello resulta particularmente oportuno en el ámbito comunitario donde, como hemos visto anteriormente, está tramitándose una Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica el Reglamento vigente de 2009 para introducir, entre otras novedades, un régimen específico para la responsabilidad civil de las ACCs.

En particular, la Sentencia de la que damos noticia ilustra sobre las dificultades de calificación de los instrumentos de financiación estructurada que conducen al Reglamento de 2009 a establecer previsiones específicas tanto en lo que respecta a su metodología (art. 8.4) como en lo que se refiere a su divulgación (Sección D.2 del Anexo I).

Alberto Javier Tapia Hermida

2. SERVICIOS DE RECLAMACIONES EN MATERIA FINANCIERA

En el BOE de 22 de noviembre de 2012 se ha publicado la *Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones*.

Los buenos propósitos de protección de los clientes de mercados financieros se plasman en este desarrollo de la normativa prevista en el artículo 30 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, modificado por el artículo 31 y la disposición final undécima de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, para encauzar las reclamaciones ante el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Distingue la Orden entre quejas (*«las presentadas por los usuarios de servicios financieros por las demoras, desatenciones o cualquier otro tipo de actuación deficiente que se observe en el funcionamiento de las entidades financieras contra las que se formula la queja»*), reclamaciones (*«las presentadas por los usuarios de servicios financieros que pongan de manifiesto, con la pretensión de obtener la restitución de su interés o derecho, hechos concretos referidos a acciones u omisiones de las entidades financieras reclamadas que supongan para quien las formula un perjuicio para sus intereses o derechos y que deriven de presuntos incumplimientos por las entidades reclamadas, de la normativa de transparencia y protección de la clientela o de las buenas prácticas y usos financieros»*) y consultas (*«las solicitudes de asesoramiento e información relativas a cuestiones de interés general sobre los derechos de los usuarios de servicios financieros en materia de transparencia y protección de la clientela, o sobre los cauces legales para el ejercicio de tales derechos»*).

Para formular tales solicitudes están legitimadas todas las personas físicas o jurídicas, españolas o extranjeras, usuarias de los servicios financieros prestados por entidades supervisadas por los citados organismos españoles, así como quienes actúen en representación de aquellas y las asociaciones de consumidores y usuarios.

Especifica la Orden la forma de presentación de las solicitudes y los datos que deben hacerse constar en ellas. Ha de indicarse expresamente que la cuestión no esté sometida a instancias administrativas, judiciales o arbitrales, y que no se aparta de la pretensión expuesta con carácter previo ante los servicios de atención al cliente o, en su caso, defensor del cliente o partícipe de la entidad al menos dos meses antes (salvo resolución expresa desestimatoria de tales servicios). No será precisa tal tramitación previa cuando tengan por objeto la demora o incumplimiento de una decisión del departamento o servicio de atención al cliente o, en su caso, del defensor del cliente o partícipe de la entidad, en sentido favorable al cliente, que hubiera versado sobre el objeto de la queja o reclamación.

Resulta de interés la previsión de que las reclamaciones presentadas ante un organismo no competente serán reenviadas de oficio al servicio correspondiente.

Interesa igualmente destacar los supuestos en los que la Orden (en su artículo 10) excluye la tramitación de estos procedimientos, por medio de su inadmisión:

«1. Serán causas de inadmisión por falta de competencia por parte de los servicios de reclamaciones o quejas:

a) Cuando se pretenda tramitar como reclamaciones o quejas reguladas en este procedimiento recursos o acciones distintas cuyo conocimiento sea competencia de los órganos administrativos, arbitrales o judiciales, o aquéllos se encuentren pendientes de litigio ante estos órganos.

b) Cuando en la reclamación o queja se planteen controversias sobre determinados hechos cuya prueba únicamente pueda ser realizada en vía judicial.

c) Cuando se planteen controversias sobre la cuantificación económica de los daños y perjuicios que eventualmente haya podido ocasionar a los usuarios de los servicios financieros la actuación, incluso sancionable, de las entidades sometidas a supervisión, o sobre cualquier otra valoración económica.

d) Cuando la reclamación o queja se fundamente en una controversia cuya resolución requiera necesariamente la valoración de expertos con conocimientos especializados en una materia técnica ajena a la normativa de transparencia y protección de la clientela o a las buenas prácticas y usos financieros.

2. Tampoco se admitirán las reclamaciones o quejas:

a) Cuando se advierta carencia de fundamento o inexistencia de pretensión por omitirse datos esenciales para la tramitación, incluidos los supuestos en que no se concrete el motivo de las reclamaciones o quejas, o no se acredite que ha transcurrido el plazo de dos meses desde la fecha de presentación ante el departamento o servicio de atención al cliente o, en su caso, defensor del cliente o partícipe de la entidad contra la que se reclame sin que haya sido resuelta la reclamación o queja, o que ha sido denegada la admisión o desestimada, total o parcialmente su petición, salvo que tenga por objeto la demora o el incumplimiento de una decisión del departamento o servicio de atención al cliente o, en su caso, del defensor del cliente o partícipe de la entidad, en sentido favorable al cliente, que hubiera versado sobre el objeto de la queja o reclamación.

b) Cuando los hechos, razones y solicitud en que se concreten las cuestiones objeto de las reclamaciones o quejas no se refieran a operaciones concretas o sean distintos de los aducidos ante el departamento o servicio de atención al cliente o, en su caso, defensor del cliente o partícipe de la entidad contra la que se reclame.

c) Cuando se articulen como reclamaciones o quejas, las consultas sobre derechos en materia de transparencia y protección a la clientela, así como sobre los cauces legales existentes para su ejercicio, sin perjuicio de que se acuerde su tramitación como tal consulta, de lo que se informará al interesado.

d) Cuando se formulen reclamaciones o quejas que reiteren otras anteriores resueltas y que tengan un contenido y fundamento idéntico o sustancialmente similar, respecto del mismo sujeto y en méritos de idéntico objeto.

e) Cuando se presenten ante el servicio de reclamaciones de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, reclamaciones o quejas en relación

con contratos de grandes riesgos, seguros colectivos o planes de pensiones que instrumenten compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores o beneficiarios, que no se refieran a la condición de usuario de servicios financieros de las entidades aseguradoras o de entidades gestoras de fondos de pensiones.

f) Cuando haya transcurrido el plazo de prescripción de acciones o derechos que de conformidad con lo previsto en los contratos o en la normativa reguladora que resulte de aplicación pueda ejercitar quien presente o aquel en cuya representación se presente la reclamación o queja de que se trate y en todo caso cuando haya transcurrido un plazo de 6 años desde la producción de los hechos sin que se haya presentado la reclamación o queja.

3. Cuando no sean admisibles a trámite las reclamaciones o quejas, por alguna de las causas indicadas en este artículo, se pondrá de manifiesto al interesado en informe motivado, dándole un plazo de diez días hábiles para alegar en su caso. Cuando el interesado hubiera contestado y se mantengan las causas de inadmisión, se le comunicará la decisión final adoptada.

4. Cuando se tuviera conocimiento de la tramitación simultánea de reclamaciones o quejas y de un procedimiento administrativo, arbitral o judicial sobre la misma materia, deberá abstenerse de tramitar la primera, y se decretará sin más el archivo del expediente, previa comunicación al interesado».

Los expedientes de reclamación deben concluirse por informe emitido en el plazo de cuatro meses desde la presentación de la reclamación, en el que se concluya motivada y claramente si se han quebrantado normas de transparencia y protección o si se han seguido las buenas prácticas y usos financieros. El informe no será vinculante y no tendrá la consideración de acto administrativo recurrible.

Resulta relevante indicar que para los servicios *«no existe obligación de aplicar criterios manifestados en informes evacuados con anterioridad en resolución de reclamaciones por motivos similares, si bien deberá motivar el cambio de criterio»*.

La tramitación de las quejas muestra alguna particularidad, estableciéndose plazos más cortos para la emisión del informe, que, para las consultas, se reducen hasta un mes.

Eventualmente, las actuaciones podrían remitirse a los servicios de supervisión, en caso de observarse posibles incumplimientos por las entidades como consecuencia del expediente de reclamación, a efectos, en su caso, de incoar procedimiento sancionador.

Dada la diferente posición orgánica de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones respecto del Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Orden dedica sus Disposiciones adicionales primera y segunda a concretar el régimen específico que garantice su independencia y eficacia.

En todo caso, tanto la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones como el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán dictar las instrucciones necesarias para la organización y funcionamiento del servicio de reclamaciones, y dictar las normas precisas, en el ámbito de sus competencias, para el desarrollo y ejecución de esta Orden.

La Orden entrará en vigor el 22 de mayo de 2013.

Sin embargo, pese a esta loable intención, se mantienen en el limbo los Comisionados creados por el art. 22 de la misma Ley de Reforma del Sector Financiero (Comisionado para la Defensa del Cliente de Servicios Bancarios, Comisionado para la Defensa del Inversor y Comisionado para la Defensa del Asegurado y del Partícipe en Planes de Pensiones), y desarrollados por el Real Decreto 303/2004, de 20 febrero, y la Orden ECO/734/2004, de 11 marzo.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

3. UNCITRAL Y LA INSOLVENCIA DE INSTITUCIONES FINANCIERAS GRANDES Y COMPLEJAS

Entre los documentos publicados por la Secretaría de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (UNCITRAL) con respecto al Grupo de Trabajo V (Régimen de la insolvencia) figura el destinado al periodo de sesiones celebrado el pasado mes de noviembre de 2012 titulado «Insolvencia e instituciones financieras grandes y complejas» (A/CN.9/WG.V/WP.109).

El problema se ha concentrado en la crisis de entidades que por su dimensión deberían merecer una respuesta adecuada que permita superar las dificultades y evitar los efectos nocivos para el funcionamiento general del sistema. El problema lo anunció el Consejo de Estabilidad Financiera en los siguientes términos: se trata de reducir el riesgo que plantean entidades de importancia sistémica, cuyas dificultades o quiebra desordenada, debido a su escala, complejidad e interconexión sistémica pudieran causar perturbaciones significativas en el sistema financiero y en la actividad económica en general. Para conjurar ese riesgo se recomendaba adoptar reformas que permitieran un régimen eficaz de resolución y recapitalización, dando lugar en su caso a la cooperación internacional, elaborando planes de recuperación y modificando eventualmente las operaciones y la actividad de la entidad afectada.

En relación con ello, el documento que elaboró la Secretaría de UNCITRAL supone una exposición cuidadosa de todas las iniciativas que se han producido en estos años desde instituciones internacionales, incluida la Propuesta de Directiva Comunitaria que el 6 de junio de 2012 presentó la Comisión Europea en materia de recuperación y resolución de entidades de crédito, que a su vez influyó en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito (BOE de 14 de noviembre de 2012).

Lo que se plantea UNCITRAL es la eventual integración de este tema en la labor del Grupo de Trabajo V, teniendo en cuenta que es uno de los problemas en los que la armonización internacional resulta imprescindible.

Juan Sánchez-Calero

4. DOCUMENTO CONSULTIVO DE LA ESMA DE DIRECTRICES Y RECOMENDACIONES SOBRE EL OBJETO DEL REGLAMENTO SOBRE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

El pasado día 20 de diciembre de 2012, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM o, en acrónimo inglés, ESMA) sometió a consulta un Documento de «Directrices y Recomendaciones sobre el objeto del Reglamento sobre las Agencias de Calificación Crediticia». Estas ACCs están reguladas en la UE por el Reglamento (CE) núm. 1060/2009, de 16 de septiembre de 2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las Agencias de Calificación Crediticia, modificado por el Reglamento (UE) núm. 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011, y desarrollado por los Reglamentos Delegados de la Comisión de 7 de febrero y 21 de marzo de 2012 (ver nuestra noticia sobre los «Reglamentos comunitarios de desarrollo sobre las agencias de calificación crediticia», en esta *RDBB*, núm. 127, 2012, pp. 310 y ss.).

La AEVM/ESMA tiene atribuidas las funciones de supervisión a nivel comunitario de estas ACCs por el Capítulo II del Título III (art. 21 y ss.) del Reglamento de 2009 y, en ejercicio de tales facultades, emite este Documento que pretende aclarar cuatro aspectos esenciales de aquella regulación, que son:

1. La forma de operar de las ACCs comunitarias y extracomunitarias

1.1. En lo que se refiere a las ACCs comunitarias, esto es, las establecidas en la UE, el Documento se ocupa de dos aspectos, que son:

a) La obligación de registrarse para poder emitir calificaciones que puedan utilizarse con fines regulatorios y no regulatorios. En este sentido, el Documento parte de la base de que las ACCs —definidas como personas jurídicas establecidas en la UE cuya actividad incluye la emisión de calificaciones crediticias de forma profesional— deben registrarse conforme al Reglamento de 2009 (arts. 2.1 y 14.1) si pretenden manifestar públicamente sus calificaciones o distribuirlas por suscripción, con independencia de que aquellas se usen para fines regulatorios. Dado que a las ACCs registradas o certificadas se les exige un número importante de requisitos materiales y procedimentales, es imprescindible su presencia física en la UE al objeto de que la ESMA pueda ejecutar sus facultades de forma directa e inmediata. Tras poner algunos ejemplos prácticos sobre la obligación de registrarse, el Documento propone una serie de directrices al respecto que obligarían a las ACCs sin presencia física en la UE a obtener la certificación antes de distribuir sus calificaciones con efectos regulatorios en la UE; que establecerían que las ACCs que desarrollaran actividades de calificación en la UE sin previo registro estarían en situación ilegal; que circunscribirían el posible registro a las ACCs que fueran personas jurídicas, excluyendo a las personas físicas; y que instarían a la ESMA a adoptar medidas a las ACCs que actuaran ilegalmente en el ámbito de la UE.

b) Las condiciones en las que estas ACCs comunitarias puedan establecer sucursales fuera del ámbito de la UE. Así, cuando una ACC registrada en la UE quiera establecer una

sucursal fuera de la UE, no solo debe notificarlo a la ESMA en los términos exigidos por el artículo 14.3 del Reglamento de 2009, sino que también debe justificar que existe una razón objetiva para que las calificaciones crediticias sean emitidas por dicha sucursal. En todo caso, dicha ACC será responsable de las calificaciones emitidas por aquella sucursal y, para ello, debe mantener los registros necesarios para garantizar un equilibrio adecuado entre las calificaciones emitidas por sus oficinas sitas en el UE y aquellas emitidas por sus sucursales fuera de la UE. En este mismo sentido, la ACC debe establecer controles internos que garanticen el cumplimiento de los requisitos exigidos por el Reglamento de 2009 tanto por sus oficinas comunitarias como por sus sucursales extracomunitarias y, por ello, las funciones operativas importantes, tal y como se definen en el artículo 9 del Reglamento, no deben desarrollarse por las sucursales extracomunitarias. En consecuencia, el documento propone unas directrices según las cuales, dado que las sucursales sitas fuera de la UE de las ACCs comunitarias carecen de personalidad jurídica separada, las infracciones que cometan aquellas son imputables a la ACC matriz; las funciones operativas importantes deben desarrollarse preferentemente en la UE; y las ACCs comunitarias no deben establecer sucursales en Estados extracomunitarios si ello dificulta o impide las inspecciones o investigaciones del ESMA.

1.2. Con referencia a las ACCs establecidas en terceros países, el Documento establece directrices sobre las condiciones en las que estas deben estar certificadas, conforme al art.5 del Reglamento de 2009, para que sus calificaciones sobre entidades establecidas o instrumentos financieros emitidos en terceros países puedan ser utilizadas con fines regulatorios en el ámbito de la UE.

2. El ámbito de aplicación del Reglamento

Las directrices aclaran dicho ámbito por exclusión ya que, partiendo de la definición de la calificación crediticia en el art. 3.1.a) del Reglamento de 2009 como «un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera (…)», aclaran que toda opinión o dictamen que no se refiera al riesgo de insolvencia estará al margen del Reglamento, poniendo como ejemplos las opiniones sobre la exposición a otras formas de riesgos (como los riesgos comerciales de mercado) que pueden afectar a las acciones o participaciones en los fondos de inversión. También excluyen las clasificaciones —que no calificaciones— crediticias («credit scores») y los sistemas de clasificación crediticia («credit scoring systems») o valoraciones similares relativas a obligaciones procedentes de relaciones de consumo, comerciales o industriales; así como las calificaciones privadas que se emiten como consecuencia de una solicitud individual y se entregan exclusivamente a la persona que hace dicha solicitud, sin que se distribuyan por suscripción pública; al igual que las calificaciones crediticias producidas por las agencias de crédito a la exportación.

3. La transparencia de las calificaciones crediticias en función de la protección del consumidor y del inversor

El Documento propone un conjunto de prácticas específicas de transparencia de las calificaciones crediticias que garanticen un alto nivel de protección del consumidor y del

inversor, entre las que destacan el establecimiento de un sistema definido de clasificación de las distintas categorías de las calificaciones crediticias; unas prácticas de presentación clara de aquellas calificaciones, distinguiéndolas claramente de las clasificaciones u opiniones que emiten las sociedades de clasificación crediticia («credit scoring firms») o las agencias de crédito a la exportación.

4. Los mecanismos de aplicación («enforcement») del Reglamento de 2009 sobre las ACCs

Las directrices parten de la base de que tal aplicación efectiva exige la cooperación operativa y el intercambio de información entre la AEVM/ESMA, como autoridad centralizada de supervisión en dicho ámbito y las autoridades nacionales y sectoriales competentes, tal y como se definen ambas autoridades, respectivamente, en los apartados p) y r) del art. 3.1 del Reglamento. Así, partiendo de que las autoridades nacionales competentes y las autoridades sectoriales competentes ocupan una posición idónea para identificar, en sus respectivos mercados nacionales, aquellas entidades cuya actividad está potencialmente sujeta al Reglamento de 2009, el Documento propone que, cuando una de esas autoridades reciba una solicitud de información sobre el registro o certificación de una ACC, lo notifique tanto a la AEVM/ESMA como a la propia entidad solicitante sobre su eventual sujeción al Reglamento de 2009. También propone que la AEVM/ESMA imponga sanciones pecuniarias periódicas para compeler a una ACC a dejar de emitir calificaciones crediticias sin estar previamente registrada conforme al Reglamento de 2009.

Alberto Javier Tapia Hermida

5. ANTEPROYECTO DE LEY DE CAJAS DE AHORRO Y FUNDACIONES BANCARIAS

Entre los meses de enero y febrero de 2013, el Ministerio de Economía y Competitividad sometió a audiencia pública el Anteproyecto de Ley de cajas de ahorro y fundaciones bancarias. Se trata de un texto que estaba contemplado en el Anexo 2, «Condicionalidad», del Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera de julio de 2012 (publicado en el BOE de 10 de diciembre de 2012). En el punto 20 de dicho Anexo se establecía el compromiso del Gobierno español de preparar normas *«para clarificar el papel de las cajas… en su calidad de accionistas de las entidades de crédito con vistas a una eventual reducción de su participación a niveles no mayoritarios»*, así como consolidar normas *«sobre idoneidad de los órganos rectores de las cajas de ahorros e introducir requisitos de incompatibilidad para los órganos rectores de las antiguas cajas de ahorros y bancos comerciales bajo su control»*.

El Anteproyecto de Ley establece el régimen básico de las *«nuevas»* cajas de ahorro. Se definen como entidades de carácter fundacional y finalidad social, cuya actividad financiera se orienta a la banca minorista y a las pequeñas y medianas empresas. El ám-

bito de actuación de una caja está territorialmente limitado, una Comunidad Autónoma o provincias limítrofes entre sí, siempre que no excedan de 10. Esto significa que se piensa en las futuras cajas como entidades de ámbito regional. Por lo que se refiere a su estructura orgánica, se mantiene la ya conocida, consistente en una Asamblea, un Consejo de Administración y una Comisión de Control, si bien sólo será retribuido el ejercicio de funciones en los dos últimos órganos.

La estructura del Consejo de Administración continúa con la ya conocida aproximación de las cajas al gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. El Consejo de toda caja tendrá que tener unas Comisiones obligatorias (inversiones, retribuciones y obra social) y publicar un informe anual de gobierno corporativo. En cuanto al Consejo, la honorabilidad y experiencia de sus integrantes parece querer superar casos recientes de nombramientos inadecuados, como una vía para que la gestión de las cajas dé cumplimiento al objetivo de la profesionalización.

El Título II del Anteproyecto de Ley se ocupa de las fundaciones bancarias, que vendrían a ser el cauce a través del que imponer a las cajas el ejercicio indirecto de una actividad financiera. De manera que las cajas serían accionistas de un banco y se transformarían en fundaciones bancarias, sometidas a la normativa general en materia de fundaciones, sin tener la fundación la condición de entidad de crédito y dando lugar a una categoría especial integrada por las fundaciones bancarias. El precepto clave es el que impone a las cajas esa transformación. Un proceso que podríamos decir que constituye una *«crisis de crecimiento»*. Cuando el valor del activo supere un determinado importe (10.000 millones de euros) o cuando la cuota en el mercado de los depósitos en la Comunidad Autónoma en la que opere la caja supere el 35% del total, la caja vendrá obligada a traspasar a un banco su patrimonio afecto a la actividad financiera y a transformarse en una fundación bancaria. A cambio de la aportación de dicho patrimonio la caja recibirá acciones en el banco beneficiario.

El Anteproyecto se ocupa con detalle del gobierno de la fundación bancaria pero también de condicionar la posibilidad de una participación de control en un banco a la presentación de un protocolo de gestión de esta. Este documento supone una novedad en nuestro panorama bancario, puesto que constituye una suerte de convenio entre el accionista (la fundación bancaria) y la sociedad participada (el banco) con respecto al uso que se va a hacer de esa participación, a la presencia en los órganos de gobierno del banco de los representantes de la fundación y, finalmente, a los criterios de posibles operaciones entre ambos. La importancia de este protocolo la revela que debe de ser aprobado por el Banco de España y que se habilita a éste para regular el contenido mínimo del denominado protocolo de gestión de la participación financiera.

Las fundaciones también se ven sometidas al deber de elaborar un plan financiero y redactar un informe anual de gobierno corporativo. En estas materias también aparecen reconocidas determinadas competencias del Banco de España, señalándose además que el protectorado de las fundaciones bancarias será ejercido por el Ministerio de Economía y Competitividad.

El Anteproyecto, que contiene un buen número de disposiciones adicionales (algunas de interés), supone consolidar y ordenar los cambios que desde 2009 y por medio de sucesivos Reales Decretos-leyes se han aprobado para las cajas, alterando de forma sustancial

nuestro sistema financiero. Adicionalmente, el Anteproyecto resuelve con vocación de permanencia el papel que en el futuro pueden tener las cajas como entidades de crédito de menor dimensión y ámbito territorial limitado que, como se ha expuesto, allí donde registren un importante desarrollo se verán obligadas a su transformación en fundaciones bancarias, y a que su actividad financiera la desarrolle un banco.

Es previsible que el Gobierno presente en breve el correspondiente Proyecto de Ley y que por las razones ya expuestas su tramitación parlamentaria se produzca con rapidez.

Juan Sánchez-Calero

6. LA JURISPRUDENCIA RECIENTE SOBRE COMERCIALIZACIÓN DE CONTRATOS E INSTRUMENTOS FINANCIEROS COMPLEJOS POR LOS BANCOS: LA JUSTICIA DEL CASO CONCRETO

1. Las pretensiones que se articulan y su estimación o desestimación en función de las circunstancias acreditadas en cada caso

La crisis financiera macroeconómica que ha asolado los mercados de los países desarrollados desde el verano del año 2007 ha tenido como uno de sus efectos colaterales microjurídicos la interposición de numerosas demandas de inversores que sufrieron pérdidas totales o parciales de sus inversiones en instrumentos financieros complejos —complejidad que por cierto fue una de las razones del estallido de la propia crisis— contra las entidades de crédito (bancos y cajas de ahorros) que comercializaron aquellos instrumentos. El tiempo procesal de sustanciación de esas demandas en las distintas instancias hace que la jurisprudencia consiguiente vaya alcanzando su punto álgido en estos últimos años, sin perjuicio de que ya desde el año 2009 existen pronunciamientos al respecto de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo (ver nuestras noticias anteriores sobre «Jurisprudencia de Audiencias Provinciales sobre responsabilidad de los bancos por falta de información adecuada en la comercialización de instrumentos financieros complejos», en esta *RDBB*, núm. 115, 2009, pp. 236 y ss.; «Doctrina jurisprudencial sobre productos financieros complejos: la Sentencia de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009», en esta *RDBB*, núm. 118, 2010, pp. 259 y ss.; y «Jurisprudencia reciente de Audiencias Provinciales sobre demandas de nulidad por error en la comercialización de productos financieros por los bancos», en esta *RDBB*, núm. 124, 2011, pp. 273 y ss.).

En los últimos tiempos, nuestros tribunales de primera y segunda instancia están dictando un conjunto muy notable de Sentencias que tienen el común denominador de referirse a la comercialización por las entidades de crédito (en algunos casos, por cajas de ahorros fusionadas y reconvertidas en bancos) de productos financieros complejos entre su clientela particular y con frecuencia minorista. Nos referimos a las numerosas Sentencias que resuelven los conflictos jurídicos suscitados por la comercialización de participaciones preferentes, obligaciones subordinadas, bonos emitidos por bancos extranjeros, participa-

ciones en fondos de inversión alternativos o «hedge funds», etc., etc.), entre su clientela particular y, en muchos casos, minorista.

Sin poder entrar a examinar la multitud de Sentencias dictadas en el estrecho marco de esta noticia, sí nos ha parecido de interés reflexionar de nuevo sobre la evolución de esta jurisprudencia en los últimos tiempos para ofrecer algunas conclusiones al respecto.

En términos generales, podemos apreciar que estas Sentencias —que en algunos casos han alcanzado un alto grado de notoriedad mediática por la particular gravedad de los daños causados a grandes capas de inversores desavisados— se han pronunciado sobre dos tipos de pretensiones articuladas separada o cumulativamente, a título subsidiario:

a) Pretensiones de declaraciones de nulidad de los respectivos negocios jurídicos de adquisición de aquellos instrumentos financieros complejos por el error invalidante del consentimiento del inversor *ex* art. 1266 y concordantes de nuestro Código Civil; con la condena consiguiente a la restitución recíproca de prestaciones *ex* art. 1303 del mismo Código Civil, que conduce a que el inversor no tenga que soportar las cuantiosísimas pérdidas derivadas del impacto de la crisis financiera sobre los instrumentos adquiridos.

b) Pretensiones de declaraciones resolutorias de los contratos de adquisición de aquellos instrumentos financieros complejos que permanecían depositados en manos de los bancos comercializadores, alegando los inversores el incumplimiento esencial de sus obligaciones de información inicial o sucesiva por los bancos comercializadores; con la consiguiente restitución de prestaciones y la condena adicional al banco de la obligación de resarcir los daños causados al inversor, todo ello al amparo del art. 1124 del Código Civil.

Vemos que los tribunales han estimado o desestimado estas pretensiones en función de las circunstancias concurrentes —y, evidentemente, acreditadas en autos— en cada caso, por lo que una lectura apresurada de aquellas resoluciones no debe llevar a generalizar la idea de que los bancos siempre son condenados y los inversores siempre satisfechos en sus pretensiones. Por el contrario, si a alguna conclusión debe conducir el examen de aquella jurisprudencia menor es a recomendar un examen exhaustivo de las circunstancias relevantes en cada caso.

Por ello, a continuación daremos cuenta de algunas decisiones estimatorias y de otras desestimatorias para —a resultas del examen de este conjunto de decisiones— acabar proponiendo un método de análisis de las circunstancias esenciales que deben tomarse en consideración.

2. Sentencias estimatorias de las pretensiones de nulidad o resolución

En fechas recientes podemos destacar las siguientes Resoluciones:

a) Sentencia núm. 520/2012 de la Sección 3.ª de la AP de Islas Baleares de 13 de noviembre (AC 2012/1624), que estima el recurso de apelación interpuesto contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 2 de Palma de Mallorca de 14 de abril de 2012 y declara la nulidad de un contrato de adquisición de las participa-

ciones de un fondo de inversión ubicado en un paraíso fiscal y vinculado a Bernard Madoff adquiridas por el actor a través del banco demandado, condenando a este a restituir la suma invertida más los intereses legales y las costas consiguientes. Para adoptar dicho fallo, la AP tomó en consideración la condición de inversor minorista del actor, la omisión por el banco demandado del test de conveniencia y la deficiente información sobre los riesgos de la operación.

b) Sentencia núm. 516/2012 de la Sección 3.ª de la AP de Castellón de 26 de octubre (AC 2012/1583), que estima parcialmente el recurso de apelación interpuesto contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 4 de Castellón de 4 de abril de 2012, confirmando en lo sustancial esta última resolución y manteniendo la declaración de nulidad de un contrato de adquisición de acciones preferentes de un banco islandés a través de un banco español, obligando a este último a indemnizar a la actora por los daños y perjuicios causados, más los intereses legales y las costas pertinentes.

3. Sentencias desestimatorias de las pretensiones de nulidad o resolución

En fechas recientes podemos destacar las siguientes Resoluciones:

a) Sentencia núm. 555/2012 de la Sección 25.ª de la AP de Madrid de 12 de noviembre (AC 2012/1623), que estima en parte el recurso de apelación interpuesto contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 99 de Madrid de 28 de noviembre de 2011, confirmando en lo sustancial esta última resolución y manteniendo la desestimación de la demanda interpuesta por una sociedad de inversiones financieras que pretendía la declaración de nulidad de un contrato de adquisición de participaciones de un fondo de gestión alternativa o *hedge fund* a través de un banco español. Para adoptar dicho fallo, la AP tomó en consideración la condición de inversor profesional de la sociedad actora y el cumplimiento por el banco demandado de sus deberes de información.

b) Sentencia núm. 580/2012, de la Sección 1.ª de la AP de Lugo de 31 de octubre (AC 2012/1606), que desestima el recurso de apelación interpuesto por inversor contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 3 de Lugo de 20 de julio de 2012 que desestimó la demanda interpuesta contra un banco que pretendía la nulidad de un contrato de adquisición de bonos de Lehman Brothers. Para adoptar dicho fallo, la AP tomó en consideración la condición de *«experto abogado con intensa experiencia en finanzas y en servicios bancarios del actor»* y la ausencia de prueba de que vinculara a las partes un contrato de gestión de inversiones y de asesoramiento.

4. Conclusión. Un método de análisis de este tipo de conflictos

Según señalábamos con anterioridad, el examen de la jurisprudencia reseñada en las Sentencias referidas y en otras muchas dictadas en este mismo ámbito nos enseña que no cabe generalizar creando una falsa imagen de que los bancos intermediarios son condena-

dos en todo supuesto, sino que —como no podía ser de otra manera— habrá que estar a las circunstancias del caso concreto.

En todo caso, debemos partir de la base de que el marco normativo esencial está constituido:

a) A nivel legal, por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV), reformada en estos aspectos por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que entró en vigor el 21 de diciembre de 2007 conforme a su DF 6.ª, extremo este último relevante para determinar la norma aplicable cuando se enjuician contratos anteriores a esa fecha que se prolongan a lo largo del tiempo en forma de depósitos bancarios de los instrumentos financieros adquiridos.

b) A nivel reglamentario, por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, RD 217/2008, *vid*. nuestra noticia «Desarrollo reglamentario de la normativa sobre empresas de servicios de inversión: el Real Decreto 217/2008», en esta *RDBB*, núm. 110, 2008, p. 260 y ss.). También en este caso y por análogas razones, es relevante recordar que este RD 217/2008 está vigente desde el 17 de febrero de 2008. Lo anterior se entiende sin perjuicio de que, en cada caso, deban tomarse en consideración otras normas reglamentarias de menor rango que regulen de forma específica el tipo de instrumento financiero implicado en el pleito, tal y como sucede, por ejemplo, en la Sentencia núm. 555/2012, de la Sección 25.ª de la AP de Madrid de 12 de noviembre que, al tratar de las IIC de inversión libre o «hedge funds», menciona la Orden de 25 de abril de 2006 y la Circular 1/2006 de la CNMV.

Sobre esta base normativa, de las Sentencias dictadas en la materia se deduce que son tres las preguntas esenciales que cualquier operador jurídico debe formularse:

1.ª ¿Qué tipo de instrumento financiero se ha comercializado y qué grado de complejidad presenta? Porque es evidente que existe una regla proporcional conforme a la cual, a mayor complejidad y riesgo del instrumento mayor deber de información resulta exigible al banco intermediario. En este sentido la comercialización de participaciones en IIC de inversión libre o «hedge funds», de swaps, de derivados, o de los instrumentos financieros estructurados frutos de operaciones de titulización, entre otros instrumentos complejos, exige dotar de la máxima protección informativa al inversor.

2.ª ¿Qué tipo de inversor o cliente demanda al banco intermediario? Porque también es evidente que el grado de conocimiento y experiencia financiera del demandante resulta esencial para apreciar el eventual error en su consentimiento y la consiguiente nulidad del contrato de adquisición. En el plano normativo, la clasificación de los clientes (art. 78 bis.1 de la LMV y art. 61 del RD 217/2008) resulta relevante por el diferente nivel de protección al que son acreedores. Así, hay que distinguir el cliente minorista (art. 78 bis.4 LMV), merecedor de la protección máxima (art. 79 ter.2.º y art. 79 sexies.4.2.º LMV y arts. 62, 65, 66 y

69.3 RD 217/2008); del cliente profesional (art. 78 bis.2 y 4 LMV) merecedor de una protección media (art. 78 bis.2 LMV); y de las contrapartes elegibles (art. 78 ter LMV), merecedoras de una protección mínima (art. 78 ter.2 LMV y art. 58 RD 217(2008).

3.ª ¿Qué tipo de servicio de inversión vincula a las partes? Porque es asimismo evidente que si dicho servicio prestado por el banco comprende la gestión o el asesoramiento en las inversiones del cliente demandante, las obligaciones exigibles al banco demandado serán más intensas y extensas que si el banco se ha comprometido a prestar únicamente el servicio de ejecución de la orden de compra de aquellos instrumentos. En el plano normativo, el art. 63.1 de la LMV y el art. 5.1 del RD 217/2008 tipifican los servicios de inversión distinguiendo, a los efectos antes señalados, la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros y la ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes; de la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes y del asesoramiento en materia de inversión. Tampoco deben confundirse estos servicios y los contratos que los instrumentan en el plano jurídico con los servicios auxiliares tipificados en el art. 63.2 de la LMV y en el art.5.2 del RD 217/2008, entre los que destaca, a estos efectos, la custodia y administración por cuenta de clientes de los instrumentos previstos en el art. 2 de la misma LMV.

Alberto Javier Tapia Hermida

7. PROYECTO DE REAL DECRETO POR EL QUE SE MODIFICAN LOS REQUISITOS DE HONORABILIDAD, EXPERIENCIA Y BUEN GOBIERNO EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Al igual que ha sucedido con el Anteproyecto de Ley de cajas de ahorro, el Ministerio de Economía y Competitividad sometió a audiencia pública entre enero y febrero de 2013 el Proyecto de Real Decreto por el que se modifican los requisitos de honorabilidad, experiencia y buen gobierno en las entidades de crédito. A partir de un caso concreto y notorio, el Proyecto de Real Decreto ha sido objeto de noticias repetidas con relación a lo que no es sino una parte de su contenido, como es la determinación de los requisitos que deben cumplir los consejeros de un banco.

Los requisitos de honorabilidad comercial y profesional y conocimientos y experiencia adecuados en todo consejero son objeto de una minuciosa regulación en el Proyecto de Real Decreto, sin perjuicio de su eventual desarrollo por el Banco de España en ejercicio de su potestad reglamentaria. Además, en esta materia, es notorio que la autoridad bancaria europea estableció unos criterios en el documento presentado el 22 de noviembre de 2012 y titulado *«Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders»* (puede consultarse en <http://www.eba.europa.eu/cebs/media/Publications>).

El Proyecto de Real Decreto tiene un contenido heterogéneo puesto que extiende esos mismos requisitos a las cooperativas de crédito, a los establecimientos financieros de crédito, a los servicios y entidades de pago y a las entidades de dinero electrónico. Puede afirmarse, a modo de resumen, que el futuro Real Decreto introduce un mayor rigor en las condiciones previas que se exigen en el ejercicio de las funciones propias de un consejero en cualquiera de esas entidades.

Juan Sánchez-Calero

8. Primer Informe de la AEVM sobre riesgos de los Mercados

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM o «ESMA» en su acrónimo inglés), creada por el *Reglamento (UE) núm. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión núm. 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión*, ha publicado con fecha 14 de febrero de 2013 su «Primer Informe sobre riesgos en los mercados de valores de la Unión Europea» (referencia 2013/212) y su primer «Panel de Riesgos» (*Risk Dashboard).*

A lo largo de las 39 páginas del informe, examina la AEVM las tendencias, riesgos y vulnerabilidades de los mercados de valores para ofrecer una panorámica de la situación en estos mercados financieros a la luz de los riesgos sistémicos. Ello en el marco de su función de supervisión de los mercados europeos para protección del inversor y para contribuir a una regulación europea cohesionada de los mercados financieros.

El informe identifica, en primer lugar, una tendencia de los mercados a su mejoría en el último trimestre de 2012, si bien persisten las tensiones en los mercados de deuda. En segundo lugar, observa mejores resultados en la inversión colectiva, si bien advierte que la entrada de inversiones se mantiene volátil. En tercer lugar, en relación con las estructuras de los mercados, destaca un descenso significativo de la negociación en 2012, aun cuando aumentó el uso de entidades de contrapartida central. La recuperación que apunta parece deberse, sustancialmente, a la decisión del Banco Central Europeo de llevar a cabo transacciones monetarias abiertas a partir del mes de agosto de 2012.

Por otro lado, en el informe se exponen los riesgos principales detectados por la AEVM, que cabe recapitular como:

a) Riesgo de liquidez.
b) Riesgo de mercado.
c) Riesgo de contagio.
d) Riesgo de crédito.

Asimismo, existe inquietud sobre los efectos de los colaterales en los mercados financieros, ya que los operadores han recurrido con mayor frecuencia a mercados no garantizados como medio de reducir el riesgo de contrapartida. Del mismo modo, los fondos de

riesgo (*hedge funds*) y los intermediarios principales (*prime brokers*) pueden presentar vulnerabilidad al impacto negativo en los precios de activos colateralizados.

Junto con el referido informe (que será actualizado semestralmente), la AEVM inicia la publicación trimestral de un cuadro-resumen de riesgos.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

9. MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA REGLAMENTARIA SOBRE TRANSPARENCIA EN EL MERCADO DE VALORES: EL REAL DECRETO 1698/2012

1. La regulación legal y reglamentaria de la transparencia en el mercado de valores

Los emisores de instrumentos financieros en general y de valores negociables en particular están obligados a mostrar ante el público en el mercado un especial nivel de transparencia en dos momentos fundamentales, que se regulan por otras tantas normas legales y reglamentarias:

a) En el momento de emisión de los valores y de su admisión a negociación en un mercado secundario, conforme a lo dispuesto en el Título III (arts. 25 a 30 ter) y en el art. 32 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV), desarrollada en este sector por el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

b) Durante la permanencia de los valores en la negociación; cuando las entidades emisoras de valores y, en particular, las sociedades anónimas cotizadas deben cumplir un conjunto de obligaciones de información financiera periódica, reguladas en el art. 35 de la LMV y desarrolladas por el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (sobre estos deberes de transparencia, ver nuestra obra TAPIA HERMIDA, A.J., «Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición», Monografía núm. 9, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Editorial La Ley, Madrid, junio 2012, p. 95 y ss.).

2. La adaptación de la Directiva 2010/73/UE mediante el Real Decreto 1698/2012

Nuestro Ordenamiento tenía pendientes de adoptar los mandatos armonizadores de la Directiva 2010/73/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010,

por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a negociación de valores y la Directiva 2004/109/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. Esta Directiva 2010/73/UE persigue reducir las cargas administrativas inherentes a la publicación del folleto en el caso de oferta pública de valores y de admisión a negociación en mercados regulados dentro de la UE y modernizar y mejorar el régimen aplicable a dicho folleto.

En cumplimiento de dicho mandato comunitario, en el BOE núm. 314, de 31 de diciembre de 2012, se publicó el Real Decreto 1698/2012, de 21 de diciembre, por el que se modifica la normativa vigente en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores por la transposición de la Directiva 2010/73/UE; que entró en vigor el 1 de enero de 2013, conforme a su Disposición final tercera.

3. Modificaciones del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a negociación de valores: reforma del Real Decreto 1310/2005 por el Real Decreto 1698/2012

Las modificaciones principales del Real Decreto 1310/2005 inciden en los aspectos siguientes:

a) El folleto que deberá aportar el emisor de valores ante la CNMV para su aprobación, registro y publicación conforme a lo dispuesto en los arts. 26.1.c y concordantes de la LMV. En concreto, se modifican, entre otros aspectos, la definición del folleto y su contenido que, en general, deberá presentar —en forma fácilmente analizable y comprensible— la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español o en un mercado regulado domiciliado en la UE. En particular, el folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores cuenten con datos suficientes para poder hacer una evaluación de los activos y pasivos, la situación financiera, los beneficios y las pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y eventualmente del garante y de los derechos inherentes a tales valores (art. 16.1).

b) El resumen del folleto, regulado en el art. 17. Se incide en el formato y el contenido —estandarizado a nivel de la UE— de dicho resumen y se introduce una definición del concepto de información fundamental y los elementos esenciales que debe facilitar el contenido del citado resumen. Ofrece un especial interés la nueva definición de la «información fundamental» (art. 4.l) que debe recoger dicho resumen como «la información esencial y correctamente estructurada que ha de facilitarse a los inversores para que puedan comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al emisor, el garante y los valores que se les ofrecen o que van a ser admitidos a negociación en un mercado regulado, y decidir, sin perjuicio del artículo 27.3, párrafo 4, punto 2.º, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, las ofertas de valores que conviene seguir examinando». Se añade que «en función de la oferta y los valores de que se trate, la información fundamental incluirá los siguientes

elementos: i. Una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con el emisor y los posibles garantes, incluidos los activos, los pasivos y la situación financiera; ii. una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con la inversión en los valores de que se trate, incluidos los derechos inherentes a los valores; iii. las condiciones generales de la oferta, incluidos los gastos estimados impuestos al inversor por el emisor o el oferente; iv. información sobre la admisión a negociación; v. los motivos de la oferta y el destino de los ingresos».

c) La ampliación de los supuestos en los que cabe exigir responsabilidad civil a las personas responsables del folleto en los términos de los arts. 32 a 37. En este aspecto, se añade el caso de que el resumen del folleto no facilite, leído junto con las otras partes del folleto, toda la información fundamental que permita a los inversores adoptar decisiones de inversión fundadas, o no permita comparar los valores con otros productos de inversión [art. 17.1.c)].

d) La regulación de las condiciones finales de la oferta, que se definen como los elementos de información que no son conocidos cuando se aprueba el folleto de base y que solamente pueden determinarse en el momento de la emisión; y que sólo podrán contener elementos de información exigidos para la nota sobre los valores señalada en el artículo 19.3, sin que puedan utilizarse para cumplir con el artículo 22, no estando sujetas a aprobación por la CNMV. Cuando estas condiciones finales no figuren en el folleto de base ni en un suplemento, deberán facilitarse a los inversores y se depositarán en la CNMV con motivo de cada admisión a negociación tan pronto como sea factible para la persona que solicita la admisión y, si es posible, antes del comienzo de la oferta pública o de la admisión a negociación (art. 21.2).

e) La actualización de los distintos umbrales de los valores, las ofertas o las personas implicadas —para adaptar la normativa al incremento realizado en ellos por la Directiva 2010/73/UE— que determinan la sujeción o no a los requisitos legales y reglamentarios de tal modo que:

— En el caso de ofertas de valores no participativos se establece un límite de 100.000 euros como valor nominal unitario para aplicar la excepción de la obligación de publicar un resumen del folleto, así como de la obligación de su traducción al castellano.

— En el caso de ofertas de venta o suscripción de valores en general, no tendrán la consideración de oferta pública ni, por lo tanto, existirá la obligación de publicar un folleto cuando se dirijan a inversores que adquieran valores por un mínimo de 100.000 euros [art. 38.1.c)], ni a las ofertas de valores cuyo valor nominal unitario mínimo sea de 100.000 euros [art. 38.1.d)], ni a las ofertas dirigidas a menos de 150 personas físicas o jurídicas por Estado miembro [art. 38.1.b)], ni a las ofertas de importe total en la UE inferíos a 5 millones de euros, computándose este importe total tomando en consideración el total de ofertas de valores realizadas en la UE en un periodo de doce meses [art. 38.1.e)].

f) La mejora técnica en el acceso al folleto modificando el régimen de registro y publicación del folleto informativo, al incluir la obligación de publicar el folleto en formato electrónico en la página web del emisor, al margen de la publicación en formato impreso, para asegurar una mejor accesibilidad a la información por parte de los inversores [art. 25.2.c)].

g) La mejora en la seguridad jurídica, al establecerse que la validez del folleto comienza con su aprobación, en lugar de con la publicación (art. 27). De igual modo, se aclara en qué momento termina la obligación de publicar un suplemento al folleto, y se dispone que el derecho a retirar la aceptación previa dada a una oferta de valores existe hasta la entrega de los valores.

h) La homologación de la definición de inversores cualificados con la de los clientes profesionales, tipificada en el apartado 3 del art. 78 bis; y con la de contrapartes elegibles, tipificada en el art. 78 ter, ambos de la LMV (art. 39). Esta definición resulta particularmente relevante en la práctica porque no se considerará como oferta pública —ni, por lo tanto, se deberá elaborar y registrar el correspondiente folleto— la oferta de valores dirigida exclusivamente a inversores cualificados [art. 38.1.a)].

4. Modificaciones de la información pública periódica de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades que emiten instrumentos negociados: reforma del Real Decreto 1362/2007 por el Real Decreto 1698/2012

Las principales modificaciones del Real Decreto 1362/2007 afectan a los siguientes aspectos:

a) Se aclaran los supuestos en que España es Estado miembro de origen a los efectos de la aplicación del RD 1362/2007 [art. 2.1].

b) Se actualizan los umbrales para adaptar la normativa sobre el idioma en que debe publicarse la información regulada al incremento realizado en ellos por la Directiva 2010/73/UE, de 24 de noviembre [art. 7.6].

c) Se eleva a 100.000 euros el umbral que distingue entre inversores minoristas e inversores profesionales en términos de capacidad de inversión, lo que implica un ajuste al alza del umbral de protección de los clientes minoristas.

5. Otras mejoras técnicas introducidas por el Real Decreto 1698/2012 al margen de la transposición de la Directiva 2010/73/UE

El RD 1698/2012 introduce las siguientes mejoras de tipo técnico en la regulación de la transparencia que no vienen impuestas por la obligada transposición de la Directiva 2010/73/UE:

a) Se aclara que a los pagarés a menos de un año no se les exige el documento con las condiciones finales de la emisión de los valores; añadiendo un nuevo párrafo 3.º al art. 1.3 del RD 1310/2005.

b) Se incluye la previsión expresa de que, en el caso de pasar un valor de un mercado regulado español a otro, se dan por cumplidos todos los requisitos de admisión, con la única excepción de lo relativo al folleto.

c) Se dispone que, en el caso de la exención de cuentas anuales para sociedades nuevas resultantes de la combinación de otras ya existentes, la información necesaria es la prevista en el Reglamento (CE) núm. 211/2007, de 27 de febrero, por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 809/2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que se refiere a la información financiera que debe figurar en los folletos cuando el emisor posee un historial financiero complejo o ha adquirido un compromiso financiero importante [art. 12.2.b) RD 1310/2005].

Alberto Javier Tapia Hermida

10. DEFICIENTE INFORMACIÓN PRECONTRACTUAL E INEXISTENCIA DE CONTRATO DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

La Sentencia de la Audiencia Provincial (Sección 11.ª) de Madrid de 3 de diciembre de 2012 (JUR/2013/15696) presenta como elemento de interés que se ocupa del llamado contrato de intermediación financiera, que tiene una notable promoción en los medios de comunicación. En el caso enjuiciado, una entidad dedicada a este tipo de intermediación reclamaba honorarios a quienes habían sido sus clientes. La reclamación fue inicialmente estimada por el Juzgado de Primera Instancia de Madrid y se interpuso el recurso de apelación ante la Audiencia Provincial que motiva la Sentencia, que fue estimado, a partir de la consideración de que se habían producido una serie de circunstancias que permitían concluir que el contrato de intermediación financiera presentaba vicios de nulidad.

La Sentencia analiza los principales preceptos de la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito. En particular, si a la vista de la información facilitada a los clientes se podía considerar que se estaba ante uno de los motivos que permiten afirmar la *«nulidad»* del contrato. El Tribunal parte de la previsión contenida en el artículo 20.3 de la Ley 2/2009, que dice:

> *«3. El incumplimiento de los requisitos relativos a la información previa que se deriven de los contratos, así como los relativos al suministro de dicha información previa, que se establecen en este artículo, podrá dar lugar a la invalidez de los contratos, de acuerdo con lo previsto en la legislación civil, sin perjuicio de la integración de los contratos conforme a lo previsto en los artículos 61 y 65 del texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias».*

Además, se señala que, de acuerdo con el artículo 20.2 de la misma Ley, esa información tiene carácter vinculante y deberá facilitarse por escrito, de manera que quede constancia de ella. Pues bien, la Audiencia Provincial considera que no se había dado cum-

plimiento a lo ordenado en los preceptos señalados y que, por lo tanto, se estaba ante uno de los supuestos legales de invalidez del contrato. Transcribo el razonamiento fundamental al respecto:

> *«Y no es suficiente con que, en el documento contractual firmado por las partes, se diga que "El Cliente reconoce haber recibido la información previa contenida en este documento". Porque eso no refleja el cumplimiento del mandato legal, máxime cuando el contrato presenta todas las características de un contrato de adhesión, por lo menos en sus apartados más generales, como éste. Y, además, porque cuando se habla de información previa se ha de entender que es una información que se ofrece, no en el momento mismo del contrato, sino en un tiempo anterior, con la antelación suficiente como para que el cliente pueda analizar y ponderar esa información para decidir si sigue o no adelante con la intermediación financiera. No se olvide que si nunca se debe presionar a un cliente ni aprovechar su situación de inferioridad, menos aún cuando —como en el caso presente— se trata de un cliente al que están ahogando las deudas y que persigue una reunificación de sus deudas para poder hacer frente a las mismas de una manera adecuada. Por otro lado, según la documentación (expediente) aportado por la actora, da la sensación de que toda la información se fue emitiendo a base de emails y de llamadas telefónicas, con las limitaciones que aquejan a ese tipo de comunicaciones, como síntesis excesiva, falta de explicación, presión por la rapidez o difícil comprensión por lo etéreo de algunos datos.*
>
> *Y como toda esa información requerida va encaminada a que el cliente puede integrar y expresar libremente y conscientemente su consentimiento, su ausencia o su ofrecimiento parcial incide de manera esencial en dicho consentimiento dando lugar a las causas de nulidad o de inexistencia del contrato previstas en el artículo 1.261.1 º y 1.300 del Código Civil.*
>
> *Por lo que, el contrato de intermediación debe ser considerado como nulo y privado de sus posibles efectos. Lo que, a su vez, determina la desestimación de la demanda».*

La Sentencia refuerza la importancia que en esta contratación tiene la información precontractual, hasta el punto de determinar la ineficacia del contrato allí donde no se satisfagan las exigencias legales en ese particular.

Juan Sánchez-Calero

Bibliografía

DERECHO BANCARIO

— Obras generales

SATZKY, H., «Ordnungspolitik im Finanzsektor», en *Wirtschaft und Wettbewerb* n.º 10 (2012), p. 915.

— El movimiento legislativo en materia bancaria en otros países

FLÖTHER, L.F., «Die aktuelle Reform des Insolvenzrechts durch das ESUG: Mehr Schein als Sein?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 38 (2012), p. 1833.

— Normativa de la UE en materia bancaria

BALDUS, C., «Europei del sud e diritto privato europeo», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª, (2012), 460.

KIRCHNER, C., «Wettbewerbsrecht und Eurokrise», en *Wirtschaft und Wettbewerb* n.º 11 (2012), p. 1023.

PRIETO, C., «Processus d'intégration renforcée dans la zone euro et pacte pour la croissance et l'emploi pour toute l'Union», en *Revue Trimestrielle de Droit Européen* n.º 3 (2012), p. 549

WELLER, M.-P., «Zukunftsfragen des Europäischen Unternehmensrecht», en *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* n.º 4 (2012), p. 681.

— Estatuto de las entidades de crédito

CALVO VÉRGEZ, J., «La última gran etapa en la reforma de nuestro sistema financiero: sociedad gestora de activos ("Banco malo" versus "Banco puente")», en *Revista Aranzadi Doctrinal* n.º 7 (2012), p. 207.

PALOMAR OLMEDA, A., «El fuero jurisdiccional en las reestructuraciones bancarias», en *Revista Aranzadi Doctrinal* n.º 7 (2012), p. 191.

— Bancos

ALVES, A.A., «Consideração do risco de contágio nos requisitos de capital», en *Revista da Banca* n.º 71 (2011), p. 5.

BÖCKLI, P., «CoCos, Write-offs: Eigenkapitalschafftung mit dem Zauberstab», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 3 (2012), p. 181.

— Órganos de vigilancia y control de la actividad bancaria

URBANI, A., «La vigilanza sui soggetti esercenti il crediti ai consumatori», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2012), 442.

— CONTRATOS BANCARIOS

BALP, G., «I finanziamenti infragruppo: direzione e coordinamento e postergazione», en *Rivista di Diritto Civile* n.º 4 (2012), p. 329.

BARCELÓ DOMÉNECH, J., «La anulación del contrato de SWAP por error en el consentimiento», en *Revista de Derecho Privado* n.º 4 (2012), p. 3.

BARCELLONA, E., «Strumenti finanziari derivate: significato normativo di una "definizione"», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2012), p. 541.

BELLI, G., «Le operazioni su weather derivatives tra finalità di copertura e speculazione», en *Contratto e Impresa* n.º 4-5 (2012), p. 1223.

BERROCAL LANZAROT, A.I., «El dinero electrónico y las entidades de dinero electrónico tras las reformas operadas por la Ley 21/2011, de 26 de julio y por el Real Decreto 778/2012, de 4 de mayo», en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 118 (2012), p. 3.

BILOTTA, F./DELLA BIANCA, N., «Pratiche commerciali scorrette nel settore finanziario e assicurativo e tutela individuale», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* n.º 1 (2012), p. 135.

BRIOLINI, F., «Questione irrisolte in tema di piani di risanamento di accordi di ristrutturazione dei debiti. Appunti sugli artt. 2467 e 2497-quinquies c.c. e sull'art. 182-quater l. fall.», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2012), p. 523.

CAGETTI, D., «Il curatore fallimentare e l'efficacia probatoria delle escritture contabili ai sensi dell'art. 2710 c.c.», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2012), p. 671.

CASTILLA CUBILLAS, M., «Riesgo, información y error en la distribución de participaciones preferentes emitidas por entidades de crédito», en *Revista Derecho de los Negocios* n.º 265-266 (2012), p. 49.

DI MARZIO, F., «Ancora sulla fattispecie "concessione abusiva di credito"», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2012), p. 692.

DÍAZ ALABART, S., «La armonización del derecho de contratos en la UE y en el continente sudamericano», en *Revista de Derecho Privado* n.º 4 (2012), p. 115.

DOLMETTA, A.A., «Dopo la sentenza della Corte Costituzionale n. 78/2012 (retroattività di leggi bancarie, prescrizione della ripetizione per titolo invalido di versamenti in c/c e diritto vivente dell'anatocismo)», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2012), 431.

FALLETTI, L., «Dal draft of common frame of reference al feasibility text: verso un regolamento opzionale sus diritto europeo di contratti?», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* n.º 1 (2012), p. 187.

FARIA, J.M., «Acesso a contas bancárias por terceiros no ámbito de operações de pagamento», en *Revista da Banca* n.º 71 (2011), p. 25.

FERRARI, M., «Le obligazioni naturali ed il pagamento degli interessi ultralegali», en *Contratto e Impresa* n.º 4-5 (2012), p. 1087.

FOMENTÍN ZAYAS, Y.M., «La contratación vía electrónica: algunas perspectivas teóricas», en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 118 (2012), p. 65.

GABRIEL, H.D., «The UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts: an American Perspective on the Principles and their Use», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p. 507

GAMBINI, M., «Ius variandi bancario e finanziario tra tolleranza e reazione del

cliente», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2012), 415.

GONZÁLEZ NAVARRO, B.A., «Los pronunciamientos del Tribunal constitucional en torno a la Ley Concursal», en *Revista Aranzadi Doctrinal* n.º 7 (2012), p. 183.

LEGEAIS, D., «Conditions de la responsabilité d'une banque à l'égard d'un dirigeant pour fourniture d'un credit excessif, Com. 11 avr. 2012», en *Revue des Sociétés* n.º 10 (2012), p. 562.

LOMNICKA, E., «Unfair credit relationships: five years on», en *Journal of Business Law* n.º 8 (2012), p. 713.

LÓPEZ JIMÉNEZ, D., «Los mensajes comerciales de carácter electrónico: a propósito del Real Decreto-Ley 13/2012, de 30 de marzo», en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 118 (2012), p. 39.

LÓPEZ JIMÉNEZ, D./CASTILLO GIRÓN, V.M., «Mecanismos informales online de resolución de conflictos derivados de Internet», en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 119 (2012), p. 27.

MELI, V., «Il Consiglio di Stato e l'applicabilità della disciplina delle pratiche commerciali scorrette al settore del credito», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2012), p. 576.

MERCHÁN MURILLO, A., «La firma electrónica: problemas en su reconocimiento transfronterizo», en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 117 (2012), p. 3.

MINNECI, U., «Osservazioni a Trib. Orvieto 12 aprile 2012», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2012), p. 700.

MONTI, A., «Cutting Across Linguistic and Regulatory Divides: on Covered Credit Default Swaps and Insurance», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p. 425.

MYLICH, F., «Kreditsicherheiten für Gesellschafterdarlehen», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 5 (2012), p. 547.

NASSETTI, F.C., «La disciplina fallimentare degli swap», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2012), p. 431.

PETTI, G., «Proposizione di separati giudizi per il pagamento del capitale e degli interessi: riflessioni a margine del sindicato di abusività della condotta del creditore», en *Rivista di Diritto Privato* n.º 3 (2012), p. 449.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., «La financiación garantizada para la adquisición y el uso de satélites y otros bienes de equipo especial. La adopción del Protocolo Espacial del Convenio de Ciudad del Cabo sobre garantías internacionales en elementos de equipo móvil», en *Revista Derecho de los Negocios* n.º 265-266 (2012), p. 21.

SAUMIER, G., «Designating the UNIDROIT Principles in International Dispute Resolution», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p. 533.

TICOZZI, M., «Il compenso del professionalista intellettuale», en *Contratto e Impresa* n.º 4-5 (2012), p. 1155.

TUCCI, G., «Il privilegio a tutela dei finanziamenti alle imprese e il suo uso come garanzía "aliena" nel "project financing"», en *Rivista di Diritto Privato* n.º 3 (2012), p. 317.

UNIDROIT, *Principios Unidroit sobre los contratos comerciales internacionales 2010*, Madrid, 2012, 560 pp.

VEGA VEGA, J.A., «Caracterización jurídica del dinero electrónico en la Ley 21/2011», en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 285 (2012), p. 137.

VITERI ZUBIA, I., «El reembolso anticipado en la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo», en *Revista de Derecho Privado* n.º 5 (2012), p. 41.

ZOPPINI, A., «From the financial to the sovereign debt crisis: changing patterns of private law», en *Rivista di Diritto Civile* n.º 4 (2012), p. 421.

— CUENTA CORRIENTE

BELLANTE, M., «Deposito bancario e prescrizione del diritto alla restituzione delle somme depositate», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2012), p. 609.

CADILI, P., «Deposito bancario, "dormienza" e prescrizione», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2012), p. 617.

MASSIMO, L., «Osservazioni a Trib. Milano, 5 luglio 2010 e Trib. S.M.C.V., 11 marzo 2010 in tema di revocatoria fallimentare di rimesse in conto corrente bancario e prova della sciencia decoctionis», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2012), p. 663.

SALANITRO, U., «Retroattività e affidamento: la ragionevolezza del comma 61 (art. 2 d.l. n. 225/2010, conv. l. n. 10/2011)», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2012), 443.

SEMERARO, M., «Retroattività e affidamento: la irragionevolezza del comma 61 (art. 2 d.l. n. 225/2010, conv. l. n. 10/2011)», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2012), 451.

— PRÉSTAMO

DALMARTELLO, A., «Osservazioni a Cass., 25 maggio 2012, n. 8548: mutuo bancario, ius variandi e tasso di interessi», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2012), p. 630.

KOLB, A./SERRANO ACITORES, A., «La amortización anticipada de los préstamos participativos», en *Revista Derecho de los Negocios* n.º 265-266 (2012), p. 69.

SACCHI, M., «Comodato di scopo e abuso del diritto», en *Rivista di Diritto Privato* n.º 2 (2012), p. 207.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

ADOBO, E., «Considerations of business common sense in advance payment bond/demand guarantee interpretation: rainy sky SA v Kookmin Bank», en *Journal of Business Law* n.º 6 (2012), p. 531.

BERNASCONI, CH./KEIJSER, T., «The Hague and Geneva Securities Conventions: a Modern and Global Legal Regime for Intermediated Securities», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p. 549.

FRANCIOSI, L.M., «Commercial Reasonableness in Financial Collateral Contracts: a Comparative Overview», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p. 483.

GABRIELLI, E., «"Forma" e "realtà" nel diritto italiano delle garanzie reali», en *Rivista di Diritto Civile* n.º 4 (2012), p. 449.

GARCEA, M., «Prestazione di garanie ed attività assicurativa», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2012), p. 594.

GRAZIADEI, M., «Financial Collateral Arrangements: Directive 2002/47/EU and the Many Faces of Reasonableness», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p. 497.

NATALE, M., «Sulla distinzione tra pegno regolare e irregolare», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2012), 496.

RUEDA ESTEBAN, L., «La sucesión del fiador en España. Las nuevas tendencias del Derecho Comparado», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2012), p. 203.

— CRÉDITO DOCUMENTARIO

LA CASA GARCÍA, R., «Sentencia de 15 de junio de 2011. Pago anticipado del crédito documentario por el banco intermediario y derecho de reembolso en la fecha del pago diferido frente al banco emisor»,

en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil* n.º 89 (2012), p. 173.

— OTROS SERVICIOS FINANCIEROS. TARJETA DE CRÉDITO

LÓPEZ JIMÉNEZ, D./DITTMAR, E.C., «El pago con tarjeta bancaria en Internet», en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 117 (2012), p. 51.

— CONTRATO DE *LEASING*

GIL RODRÍGUEZ, J., «Sentencia de 28 de julio de 2011. El privilegio especial del crédito correspondiente al leasing o arrendamiento financiero, aun cuando no se hubiese inscrito dicho contrato en el Registro de Bienes Muebles», en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil* n.º 89 (2012), p. 367.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

AA.VV., «Annual Review of Federal Regulation of Securities», en *The Business Lawyer* n.º 3 (2012), p. 733.

BAZINAS, S.V., «Multilingualism in UNCITRAL's Work on Security Interests», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p. 413.

CASTELLANO, G.G., «Towards a General Framework for a Common Definition of "Securities": Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p. 449

CHEUNG, R., «Shareholders' agreements: shareholders' contractual freedom in company law», en *Journal of Business Law* n.º 6 (2012), p. 504.

DIRKX, A., «La loi du 20 décembre 2010 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées», en *Revue Pratique des Sociétés* (cuarto trimestre 2011), p. 469.

ENRIQUES, L., «La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 4 (2012), p. 493.

ESCUIN IBÁÑEZ, I., «El derecho de la minoría a ampliar el orden del día de la convocatoria de la junta general de la sociedad anónima», en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 284 (2012), p. 293.

FEDCHUK, V., «Modern Legal Regulation of Corporate Groups in National Private Law», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p.561.

FERRARINI, G., «Due questioni in material di "sistema dualistico": accordi con i componenti del consiglio di gestione sottoscritti dal presidente del consiglio di sorveglianza e compensi aggiuntivi ai medesimi deliberate da questo», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2012), p. 554.

GAMBARO, A., «Legislative Multilingualism and Comparative Law: a European Perspective», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p. 407.

GARILLI, CH., «Le azioni positive nel diritto societario: le quote di genere nella composizione degli organi delle società per azioni», en *Europa e Diritto Europeo* n.º 3 (2012), p. 885.

ILLESCAS ORTIZ, R., «La permanente indecisión legal sobre propiedad, poder y

voto en la SA», en *Revista Derecho de los Negocios* n.º 263-264 (2012), p. 5.

ILLESCAS ORTIZ, R., «La cuota femenina en los consejos de administración: el turno europeo», en *Revista Derecho de los Negocios* n.º 265-266 (2012), p. 7.

KORT, M., «Vorstandshandeln im Spannungsverhältnis zwischen Unternehmensinteresse und Aktionärsinteressen», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 17 (2012), p. 605.

LE CANNU, P., «Abus des pouvoirs: la Cour de cassation approuve la condemnation de l'ancien président-directeur général de Vinci, Crim. 16 mai 2012», en *Revue des Sociétés* n.º 12 (2012), p. 697.

MONTI, A./CASTELLANO, G.G., «"Introduction" a FOCUS: Multilingualism and Financial Markets Governance: The Role of Language in the Process of International Regulatory Convergence», en *Uniform Law Review* n.º 3 (2012), p. 403.

POLI, S., «Il ruolo del collegio sindicale nelle crisi di impresa tra regole deontologiche, norme di sistema e prospettive de iure condendo», en *Contratto e Impresa* n.º 4-5 (2012), p. 1320.

PORACCHIA, D./MARTIN, D., «Regard sur l'intérêt social», en *Revue des Sociétés* n.º 9 (2012), p. 475.

PRIESTER, H.-J., «Neufestsetzung der Amtszeit von Vorstandsmitgliedern», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 37 (2012), p. 1781.

RICHTER (jr.), M. S., «Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* n.º 1 (2012), p. 51.

SCHÖNE, T./PETERSEN, S., «Regressansprüche gegen (ehemalige) Vorstandsmitglieder – quo vadis?», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 19 (2012), p. 700.

TOMBARI, U., «Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2012), p. 506.

TORRE, V., «La responsabilità penale dell'organo di controllo sulla amministrazione e dell'organo di controllo contabile», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 4 (2012), p. 564.

VALUET, J.-P., «Le bureau de l'assemblée générale des actionnaires», en *Revue des Sociétés* n.º 10 (2012), p. 543.

VENTORUZZO, M., «Osservazioni in tema di accordi tra società e amministratore per il conferimento di posizione come amministratore delegato», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2012), p. 551.

— Otros órganos de vigilancia y control

CORSINI, F., «L'arbitratto amministrato della Camera di conciliazione e arbitrato costituito presso la Consob», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2012), p. 358.

GADINIS, S., «The SEC and the Financial Industry: Evidence from Enforcement Against Broker-Dealers», en *The Business Lawyer* n.º 3 (2012), p. 679.

TOCQUEVILLE, J.-G./PONS-HENRY, J.-P., «Décisions de sanction de l'AMF: le sursis à exécution doit rester posible, Com. 14 févr. 2012», en *Revue des Sociétés* n.º 12 (2012), p. 713.

— Admisión a cotización y exclusión

HELDT, C./ROYÉ, C., «Das Delisting-Urteil des BverfG aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive: Empirie und Fragestellungen für den Gesetzgeber», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 18 (2012), p. 660.

KIEFNER, A./GILLESSEN, B., «Die Zukunft von "Macroton" im Lichte der jüngsten Rechtsprechung des BVerfG: Zur Neuvermessung des gesellschaftsrechtlichen Aktionärsschutzes nach dem Delisting-Urteil», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 18 (2012), p. 645.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

LENER-PAOLA LUCANTINI, R., «Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipológico e/o normativo?», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2012), 369.

MINNECI, U., «Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª (2012), p. 568.

PICARDI, L., «Gli obblighi di rendiconto dell'intermediario nella gestione di portafogli», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2012), p. 479.

WEEMAELS, E., «La responsabilité des agences de notation», en *Revue Pratique des Sociétés* (2.º trimestre 2012), p. 123.

— OPAS

BLAAS, S./BOVEY, P., «Aus der Praxis der Übernahmekommission/ Pratique de la Commission des OPA», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 3 (2012), p. 222.

JUAN Y MATEU, F., «El anuncio de OPA voluntaria», en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 285 (2012), p. 29.

LE NABASQUE, H., «L'existence d'une action de concert peut être établie par un faisceau d'indices graves, précis et concordants», en *Revue des Sociétés* n.º 9 (2012), p. 509.

MORELLO, A., «Offerte interne e coazione a vendere: al diritto all'Opa al diritto a vendere "otre" l'Opa», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* n.º 1 (2012), p.79.

TAPIA HERMIDA, A.J., *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, Madrid, 2012, 315 pp.

— RÉGIMEN DE LOS *INSIDER*

BINGEL, A., «Die «Insiderinformation» in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 19 (2012), p. 685.

LE NEBASQUE, H., «Wendel/Saint-Gobain: confirmation par la cour d'appel de Paris de la décision de sanction de l'AMF du 13 décembre 2010, Paris, 31 mai 2012», en *Revue des Sociétés* n.º 10 (2012), p. 586.

WEBER, P./ZIMMERMANN, H./ BRÄNDLI, B., «The Price Effects of the Disclosure of Significant Holdings in Listed Companies: The Case of Groups Acting in Concert», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 3 (2012), p. 198.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

AA.VV., *El Capital-Riesgo: su Operativa* (dir. Alfonso Martínez-Echevarría), Cizur Menor, 2012, 735 pp.

BULLO, L., «Trust, destinazione patrimoniale ex art. 2545 ter c.c. e fondi comuni di investimento ex art. 36, comma 6ª, del T.UF.: quale modelo di segregazione patrimoniale?», en *Rivista di Diritto Civile* n.º 4 (2012), p. 565.

BUTTIGIEG, C.P., «The 2009 UCITS IV directive: a critical examination of the framework for the creation of a broader and

more efficient internal market for UCITS», en *Journal of Business Law* n.º 6 (2012), p. 453.

DE MARI, M., «Informativa "post contrattuale" e servizi d'investimento», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2012), p. 408.

PICARDI, L., «Obblighi di informazione, responsabilità dell'intermediario e danno risarcibile nella gestione di portafogli», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2012), p. 638.

TÍTULOS VALORES

— Valores mobiliarios

Acciones

ASÚA GONZÁLEZ, C.I., «Sentencia de 7 de junio de 2011. Venta de acciones de sociedad anónima arrendataria y traspaso», en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil* n.º 89 (2012), p. 115.

CÁCERES CÁRCELES, C., «El ejercicio de derecho de separación del socio en caso de no distribución de dividendos. Las reformas introducidas por el art. 348 bis de la LSC», en *Revista Derecho de los Negocios* n.º 263-264 (2012), p. 29.

DUBERTRET, M., «L'extinction des droits des porteurs des valeurs mobilières non inscrites en compte validée par le Conseil constitutionnel, Cons. Const., 27 janv. 2012», en *Revue des Sociétés* n.º 12 (2012), p. 693.

IBÁÑEZ GARCÍA, I., «La nueva regulación del derecho de dividendo en las sociedad de capital (no cotizadas)», en *Revista Derecho de los Negocios* n.º 263-264 (2012), p. 7.

IRIBARREN, M., «Los dividendos electivos o scrip dividends», en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 284 (2012), p. 141.

PERWEIN, S., «Übergabe der Aktienerkunde als Wirksamkeitsvoraussetzung bei der Abtretung von Namensaktien kleiner Publikums-Aktiengesellschaften», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 17 (2012), p. 611.

RUCELLAI, C., «Cartolarizzazione sintetica e Credit Default Swap», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2012), p. 371.

SAGASTI AURREKOETXEA, J.J., «Las acciones preferentes en las sociedades cotizadas en el Derecho italiano», en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 284 (2012), p. 259.

VICIANO PASTOR, J., «concepto de gastos de los artículos 58 y 59 de la Ley Cambiaria y del cheque. Un concepto discutido… veintiséis años después de la entrada en vigor de la Ley», en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 285 (2012), p. 341.

Obligaciones

ALLEMAND, F., «La faisabilité juridique des projets d'euro-obligations», en *Revue Trimestrielle de Droit Européen* n.º 3 (2012), p. 553.

WEIGMANN, R., «Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 3 (2012), p. 339.

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 recensiones deberán remitirse a la sede de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (c/ Quintana, 2, 2.º, 28008 MADRID), en caso de correo postal, o bien, a la dirección de correo electrónico: <rdbb@sanchezcalero.com>, a la atención de Mari Carmen Amor.

2. En 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 efectuva 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 rea-

lizada 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 decontar 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.