REVISTA DE DERECHO BANCARIO Y BURSÁTIL

125

AÑO XXXI
ENERO - MARZO 2012

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN
BANCARIA Y BURSÁTIL

Director
Juan Sánchez-Calero Guilarte

Lex Nova

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
Profesor Titular 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**

© Lex Nova
2012

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

Fotocomposición e impresión:
Grafolex, S.L.
Fernández Ladreda, 1
47008 Valladolid

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 no invocación de la información contenida en esta publicación.

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

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

Índice

Página

Artículos

— Reforma del sistema financiero en Estados Unidos: la llamada *Dodd-Frank Act*. *Javier Martínez Rosado* 7

— Hacia un nuevo paradigma de las garantías reales. ¿Reconstrucción teórica o viejos anclajes? *Abel B. Veiga Copo* 39

— Transformación de las cajas de ahorro en un entorno de crisis. El proceso de bancarización. *María Cruz Mayorga Toledano* 95

— Las cláusulas de vencimiento anticipado por incumplimiento de obligaciones financieras en los préstamos hipotecarios: tratamiento registral, procesal y concursal. *Íñigo Villoria Rivera* 121

Crónica

— Cuestiones de actualidad en relación con las sociedades anónimas cotizadas. *Manuel Olivencia Ruiz* 149

— Depósito en garantía (Un ejemplo normativo desde el Fuero Nuevo de Navarra). *Rafael Lara González* 153

— Transacciones trascendentes. Operaciones fuera de balance, disociación de la propiedad y problemas regulatorios, patrimoniales y de gobierno. *David Ramos Muñoz* 171

— La relevancia del factor riesgo en la regulación del Fondo de Garantía de Depósitos de entidades de crédito. *Víctor Martínez Mulero* 241

— Propuesta de modificación del artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores a propósito de los instrumentos financieros derivados sobre autorizaciones de emisión. *Sara González Sánchez* 263

Jurisprudencia

— Conclusión del concurso de acreedores de persona física y exoneración del pasivo pendiente. *Matilde Cuena Casas* 289

Página

— La oposición del pacto de favor al descontante de un pagaré. *Ángel García Vidal* 321

NOTICIAS

1. «Acción de Concierto» no siempre va unida a «Control conjunto» (Comentario a la Sentencia de la Cour de Cassation de 15 de marzo de 2011). *María Rosa Tapia Sánchez* 347
2. IX Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil. *Cristina Guerrero Trevijano* 353
3. Reforma de la supervisión de conglomerados financieros en la Unión Europea: la Directiva 2011/89/UE. *Alberto Javier Tapia Hermida* 357
4. Circular de la CNMV sobre informes de IIC. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* 359
5. Orientación de la CNMV sobre los Informes Anuales de Gobierno Corporativo y los Informes de Remuneraciones de Consejeros. *Javier Fernández Alén* 361
6. El saneamiento del sector financiero por el Real Decreto-Ley 2/2012. *Alberto Javier Tapia Hermida* 362
7. Compra de un paquete de control y obligación de información —precontractual— a cargo del cedente. *Isabel Fernández Torres* 368
8. *Buenas prácticas* de la Comisión para el desarrollo de los procedimientos de investigación relativos a la competencia. *Juan Ignacio Signes de Mesa* . 371
9. Circular de la CNMV sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo. *Javier Fernández Alén* 373
10. Pactos de «Compra o Vende» en Francia. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* 374
11. Comunicación de la Comisión Europea sobre comercio electrónico. *Blanca Villanueva García-Pomareda* 376
12. Consulta pública sobre el mercado europeo de pagos mediante tarjeta, Internet y móviles. *Elisa Pilar Lucas Martín* 376

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía 381

RECENSIONES

— AA.VV., *S.R.L./Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale*, por Juan Sánchez-Calero 389

Artículos

REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO EN ESTADOS UNIDOS: LA LLAMADA *DODD-FRANK ACT* (1)*

JAVIER MARTÍNEZ ROSADO

Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

El artículo desarrolla el criterio de actuación de los órganos de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, dentro del ámbito de sus competencias, en el procedimiento que regula la tramitación y resolución de los aplazamientos y fraccionamientos de las deudas tributarias solicitados por los interesados. Se incorporan y desarrollan, además de la normas, en sentido estricto, aplicables al efecto, aquellas otras de carácter interno de la propia Administración Tributaria que son las que, en definitiva, ordenan y marcan la práctica administrativa. También se incluyen algunas de las resoluciones de interés que han dictado los Tribunales Económico-Administrativos. No incorpora aportaciones doctrinales puesto que sólo pretende poner en conocimiento esa realidad práctica aunque si se posiciona, entre otras cuestiones, sobre la discrecionalidad administrativa en la concesión de plazos o fracciones que difieren de los solicitados.

Palabras clave: *Tramitación, resolución, aplazamientos, deudas tributarias, práctica administrativa, discrecionalidad.*

ABSTRACT

The article develops the approach of legal action of the Government tax administration office body, within its areas of competence, in the procedure that regulates the proceedings and legal ruling of deferments and instalments of tax debts requested by the interested parties. They include and develop, apart from the norms, strictly speaking, applicable for that purpose, that other of internal nature of the Tax administration office which are, all in all, the ones that rule and establish the administrative practice. It also includes some interesting court decisions issued by Economic-administrative Courts. Although it does not incorporate any doctrinal contribution, since it only seeks to inform about that practical reality, takes up a stance, among other issues, on the administrative discretional nature in the granting of instalments or fractions different from those requested.

Key words: *Procedures, court decision, deferments, tax debts, administrative practice, discretional nature.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. CONTENIDO Y FINALIDAD DE LA LEY.

---

(1) Trabajo realizado en el marco del Proyecto de Investigación 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» (ref. DER 2011-28265, Ministerio de Ciencia e Innovación), cuya investigadora principal es la prof.ª Carmen ALONSO LEDESMA.

Este trabajo fue enviado a finales de abril de 2011, siendo admitido para su publicación en el presente número de la RDBB el 10 de mayo.

* *Nota de la Revista: La publicación del presente trabajo se había previsto para el anterior número de la Revista, viéndose postergada como consecuencia del exceso de páginas del mismo, trasladándose al presente número. Nuestro agradecimiento al Profesor Martínez Rosado.*

1. **Objeto de la *Dodd-Frank Act*.**
2. **Fomento de la estabilidad financiera.**
   A) Creación del Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera.
   B) Medidas en relación con el nivel de capital y de apalancamiento de las entidades financieras.
   C) Otras medidas. En particular, la llamada *Volcker Rule* y la nueva regulación de las agencias de *rating* crediticio.
3. **Procedimiento de liquidación de las grandes entidades financieras: eliminación del *too big to fail*.**
4. **Mayor transparencia en el mercado de derivados.**
5. **Protección del consumidor financiero: la *Consumer Financial Protection Bureau*.**
6. **Reforma de la regulación de los préstamos hipotecarios.**
7. **Otras medidas.**

III. CONSIDERACIONES FINALES.

I. INTRODUCCIÓN

Transcurridos cuatro años desde que se suele considerar que comenzó la crisis financiera (julio de 2007, cuando los mercados sufrieron su primer *shock*, si bien alcanzó su punto más álgido con la solicitud de quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008[(2)] y con el colapso del gigante asegurador AIG[(3)]), los gobiernos de los países con economías más desarrolladas han ido adoptando toda una serie de medidas para, por un lado, tratar de mitigar los efectos de la crisis financiera, y por otro, poner las bases para tratar de evitar en la medida de lo posible otra crisis en el futuro.

Por lo que se refiere a nuestro país, y de manera muy sintética, las medidas dirigidas a mitigar los efectos de la crisis han tratado fundamentalmente de conservar la confianza en el sistema financiero y facilitar el flujo del crédito. Por ello, y de manera muy resumida[(4)], apenas iniciada la crisis se aumentó la cobertura que otorgan los Fondos de Garantía de Depósitos de 20.000 a 100.000 €, se creó el Fondo de Adquisición de Activos Financieros con el fin de adquirir activos de las entidades crediticias y dotar así a éstas de liquidez, se concedieron garantías —avales— públicos, se constituyó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria con el fin de canalizar los procesos de reestructuración y saneamiento de las entidades y, finalmente, se ha procedido a reformar un importante sector del sistema

(2) *V.* un ameno y pormenorizado relato de la caída de esta institución y del comienzo de la crisis financiera en EE.UU. en WESSEL, D., *In FED we trust*, ed. Crown Business, 2009.

(3) La *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC), *The Financial Crisis. Inquiry report. Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, enero de 2011 (disponible en <http://www.fcic.gov>), p. xvi, afirma que en ese momento la crisis alcanzó proporciones «sísmicas».

(4) Detalles en MARTÍNEZ ROSADO, J., «Fusiones y otros medios de reestructuración como medio de evitar el concurso de una entidad de crédito», 2010, en <http://eprints.ucm.es/11877/>.

crediticio español: el de las Cajas de Ahorro, primero previendo nuevas medidas estructurales[5] y, más recientemente, adelantando los requisitos adoptados por los Bancos Centrales y las autoridades de los 27 miembros del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, más conocido como Basilea III[6], que —en esencia— prevé un endurecimiento de las obligaciones de capitalización de las entidades de crédito con la finalidad de que se encuentren en situación de hacer frente a escenarios con riesgos más elevados y no ya únicamente épocas con un mayor o menor grado de estabilidad financiera. Todo ello sin olvidarnos de la creación, a nivel europeo, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, a la que se ha encomendado la tarea de detectar y —en la medida de lo posible— evitar cualquier síntoma que pueda desencadenar una crisis global.

En Estados Unidos también se adoptaron medidas en un primer momento para paliar o mitigar los efectos de la crisis, básicamente ayudas o planes de rescate a instituciones de gran tamaño y, por consiguiente, susceptibles de afectar a buena parte del entramado financiero del país (adquisición de activos «tóxicos», etc.) a cambio de determinadas condiciones (por ejemplo, el no reparto de dividendos). En general, la mayoría de estas medidas se adoptaron como consecuencia de la aprobación del famoso TARP (*Troubled Asset Relief Program* o programa de ayuda frente a los activos de carácter problemático)[7], pero también se aprobaron otras tendentes a mantener la confianza en el sistema financiero, como el aumento del importe de los depósitos garantizados por la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), similar a nuestro Fondo de Garantía de Depósitos[8].

No obstante, las medidas anteriores quedaron eclipsadas el año pasado —en concreto, el 21 de julio de 2010— con la promulgación de la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*[9] (en adelante, la *Dodd-Frank Act* o, simplemente, la Ley), una ley de reforma global del sistema financiero cuyo objeto es dotar a éste de unas bases sólidas con las que poder evitar otra crisis en el futuro. La promulgación de esta Ley cons-

---

(5) En concreto, la posibilidad de crear un Sistema Institucional de Protección, esto es, de agruparse con otras Cajas para ceder el negocio financiero a una entidad central —necesariamente un banco—, conservando aquéllas tanto su nombre como la obra social, o bien mediante la transformación de las Cajas en una fundación que conserva como fin fundacional la gestión de la obra social, cediendo su negocio financiero a un banco.

V. todas estas medidas en el RD 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, y el RD 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores; y en toda una serie de Reales Decretos-Leyes: el 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro; el 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias; el 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito; el 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros; y el 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero.

(6) Para un breve resumen y el texto de los acuerdos alcanzados, *v*. <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>. En la doctrina, CARRASCOSA MORALES, A., «El impacto de Basilea III sobre las entidades de crédito», en *El Notario del siglo xxi*, noviembre-diciembre de 2010, núm. 34, pp. 84 a 87.

(7) *V*. <http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/tarpinfo.htm>.

(8) La *Emergency Economic Stabilization Act* de 2008 aumentó la cobertura de los depósitos asegurados de 100.000 dólares a 250.000, aumento que se reitera en la Sección 335 de la *Dodd-Frank Act* a la que en seguida nos referiremos.

(9) Así llamada en honor a Barney Frank (director del Comité de Servicios Financieros y diputado en la *House of Representatives* —equivalente a nuestro Congreso de los Diputados) y Chris Dodd (senador por Connecticut).

tituye la reforma más importante de la normativa financiera de los EE.UU. desde la Gran Depresión y, como puede suponerse fácilmente, el proceso que condujo a su aprobación en el Parlamento no fue fácil[10].

La Ley es muy extensa (unas 800 páginas), extensión que, entre otras cosas, se manifiesta en el enorme número de preceptos (algunos de ellos con una extensión inusitada), así como en la variedad de temas que regula. En este último sentido, está dividida en 16 títulos, comprensivos de todos aquellos aspectos del sistema financiero necesitados de una mayor o menor reforma. Aunque lo que más ha trascendido a la opinión pública es la creación de una Oficina o Agencia de Protección del Consumidor, la Ley prevé un sinnúmero de medidas de gran importancia, entre las que destaca la creación asimismo del Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera, de la Oficina Nacional del Seguro o la regulación mucho más minuciosa de los préstamos hipotecarios[11]. Se trata, por tanto, de una reforma global del sistema financiero, no ya únicamente del sector crediticio o de uno o varios aspectos puntuales.

La *Dodd-Frank Act* bien puede decirse que se trata de lo que, en los ordenamientos continentales, denominamos una ley marco: su promulgación, por eso, supone el comienzo de un nuevo proceso legislativo que se prolongará durante varios años. En efecto, la Ley ordena a los distintos reguladores (principalmente a las agencias federales tales como la *Federal Reserve* o la *Federal Deposit Insurance Corporation*) desarrollar su articulado en numerosas ocasiones (en más de 300 aspectos), y la realización de numerosos estudios (alrededor de 150), la mayoría sobre asuntos muy discutidos y complejos, que también en su mayoría deberán estar listos en un plazo máximo de dos años. Para coordinar dicha labor de estudio y regulación se prevé la existencia de diferentes Comités en el Congreso (equivalente a nuestro Parlamento) que ejercitarán su potestad de supervisión sobre la normativa de desarrollo que se promulgue[12].

Puede sorprender que semejante Ley haya sido aprobada en tan corto espacio de tiempo tras el estallido de la crisis, pero su promulgación resultaba necesaria para poner fin cuanto antes a determinadas prácticas y para comenzar a establecer unas bases sólidas en

---

(10) De hecho, desde que el 17 de junio de 2009 el presidente de EE.UU. reveló su plan de reforma financiera medió un largo período de tiempo hasta su aprobación, y esta última tampoco fue fácil: la *House of Representatives* aprobó la Ley el 12 de diciembre de 2009 en una ajustada votación (223 votos a favor y 209 en contra), mientras que en el Senado la mayoría fue más amplia (se aprobó el 20 de mayo de 2010 por 59 votos a favor y 39 en contra).

(11) En concreto, los 16 títulos en los que se divide se encabezan como sigue: estabilidad financiera (t. I), liquidación ordenada (t. II), transmisión de poderes a la *Office of the Controller of the Currency*, a la *Federal Deposit Insurance Corporation* y al *Board of Governors* (t. III), regulación de los asesores de los *hedge funds* y otras instituciones (t. IV), el seguro (t. V), mejora en la regulación de los bancos, *saving association holding companies* e instituciones de depósito (t. VI), transparencia y rendición de cuentas de Wall Street (t. VII), supervisión de pagos y sistemas de compensación y control (t. VIII), protección del inversor y mejora en la regulación de los valores (t. IX), Agencia de Protección del Consumidor (t. X), normativa sobre la Reserva Federal (t. XI), mejora del acceso a la actividad financiera (t. XII), *pay it back Act* (t. XIII), reforma del sistema hipotecario y ley de préstamos no abusivos (t. XIV), disposiciones varias (t. XV), y contratos de la sección 1256 (t. XVI).

(12) Por eso, se ha dicho que los procesos legislativo y de desarrollo están llamados a interactuar recíprocamente con un nivel y un grado de complejidad sin precedentes en la historia financiera norteamericana (*v*. K&L GATES, *K&L Gates Global Government Solutions 2010: Mid-Year Outlook*, 2010, p. 7, disponible en <http://www.klgates.com/files/Publication/a1f110c4-bc91-4dc5-9c31-016decf2bbf9/Presentation/PublicationAttachment/c5d41a80-bace-4376-ae85-02bd0bc2633e/GGS_2010_MidYearReport.pdf>).

el sistema financiero. De hecho, es muy significativo que haya visto la luz antes de que la *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC) ya mencionada, creada en 2009 por la *Fraud Enforcement and Recovery Act* con el fin de examinar las causas de la crisis financiera, haya emitido su informe, previsto inicialmente para diciembre de 2010 pero aplazado para enero de 2011 y que finalmente ha visto la luz el 27 de enero del presente año[13]. En cualquier caso, no se observan incongruencias —al menos a grandes rasgos— entre este último informe y el contenido de la ley[14].

El presente trabajo tiene por objeto —con las limitaciones obligadas que impone la extensión de la ley, así como la variedad de los aspectos que trata— el análisis de la reforma financiera en EE.UU. El motivo es doble. De un lado, porque aunque se han dicho muchas cosas acerca de la misma —fue anunciada en primera plana en todos los medios de comunicación—, en el fondo de ella se conoce bastante poco (la mencionada creación de la Agencia de Protección del Consumidor y poco más). De otro, porque su importancia es evidente: el desarrollo y la puesta en práctica de la misma afectará más que indirectamente al sistema financiero de la UE y, con ello, al de nuestro país.

Las limitaciones mencionadas hacen imposible tratar con detalle todas las materias a que afecta la reforma. Es más, resulta más que complejo siquiera mencionarlas todas. Por ello, hemos seleccionado aquéllas que entendemos tienen mayor importancia y suponen un giro más radical en EE.UU. respecto a lo que era la situación anterior y que, en muchos casos, se corresponden con las causas determinantes de la crisis a juicio de la FCIC[15]. Al

---

(13) <http://www.fcic.gov/news/pdfs/2010-1117-Report-Media-Advisory.pdf>. *V.* un resumen del mismo en FERNÁNDEZ TORRES, I. y FUENTES NAHARRO, M., «Conclusiones de *The Financial Crisis Inquiry Report*», en *RDBB* núm. 121 (2011), pp. 191 a 208.

(14) También debe decirse, como ha señalado SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Las causas de la crisis financiera en EEUU», 2 de febrero de 2011, en <http://jsanchezcalero.blogspot.com/2011/02/las-causas-de-la-crisis-financiera-en.html>, que de los 10 integrantes de la Comisión, tan sólo han aprobado el informe 6 de ellos (los designados por la mayoría demócrata), mientras que los otros 4 (de designación republicana) han firmado opiniones discrepantes, lo que «abona la percepción de que el estudio de un tema de este calado no se ha podido o sabido distraer de las respectivas posiciones políticas, que hacen que la indagación no busque tanto determinar lo que sucedió, sino intentar que el resultado de las investigaciones prolongadas y costosas confirme la tesis que mantenía tal o cual partido antes de su inicio y que pretende proyectar hacia el futuro».

(15) En el Informe mencionado, pp. xvii y ss., se lee en primer lugar que la crisis pudo evitarse, pues existieron numerosas señales de que tendría lugar (incremento inmoderado de los arriesgados préstamos *subprime* y de la titulización, incremento en el precio de las viviendas, prácticas predatorias en la concesión de préstamos, gran incremento de la deuda hipotecaria por vivienda, no regulación de los productos derivados, etc., p. xvii). En tanto pudo evitarse y no se evitó —se afirma— hubo una gran omisión. Especialmente elocuente es el siguiente párrafo, que transcribimos del original para no desvirtuarlo (p. xvii): «financial institutions made, bought, and sold mortgage securities they never examined, did not care to examine, or knew to be defective; firms depended on tens of billions of dollars of borrowing that had to be renewed each and every night, secured by subprime mortgage securities; and major firms and investors blindly relied on credit rating agencies as their arbiters of risk. What else could one expect on a highway where there were neither speed limits nor nearly painted lines?».

Además de cuanto se acaba de señalar, se añaden como causas de la crisis: 1) Amplios fallos en la regulación y en la supervisión, que han provocado efectos devastadores en la estabilidad de los mercados financieros (así, la inexistencia de regulación en el mercado de derivados…); 2) lo mismo ha ocurrido con los «fallos» detectados en materia de gobierno corporativo y de gestión de riesgos; 3) la combinación de una excesiva actividad de préstamo, inversiones arriesgadas y falta de transparencia ha tenido también un efecto decisivo sobre la crisis; 4) el Gobierno no estaba preparado de manera adecuada para afrontar la crisis, y sus respuestas «inconsistentes» añadieron incertidumbre y pánico en los mercados financieros (por ejemplo, la decisión de acudir al rescate de Bear Stearns, así como de abrir un procedimiento de *conservatorship* sobre Fannie Mae y Freddie Mac, que contrasta con la decisión de no ayudar a

hilo de su exposición contrastaremos dichas medidas con las existentes en nuestro país, procurando no extendernos en la exposición de estas últimas dado que en muchos casos serán conocidas por el lector.

II. CONTENIDO Y FINALIDAD DE LA LEY

1. Objeto de la *Dodd-Frank Act*

El objeto de la Ley, reflejado a lo largo de su articulado, viene sintetizado en un párrafo que la introduce a modo de preámbulo: la Ley tiene por objeto, entre otros fines, promover la estabilidad financiera en Estados Unidos a través de la mejora de los procedimientos de rendición de cuentas y de la transparencia en el propio sistema financiero, la erradicación del *too big to fail*, la protección de los contribuyentes norteamericanos —acabando con los famosos rescates— y la protección de los consumidores frente a las prácticas abusivas en los servicios financieros[16]. En concreto, y por citar algunos ejemplos, la *Dodd-Frank Act* pone en marcha organismos para velar por la estabilidad financiera y la estabilidad sistémica, realiza numerosos ajustes en la regulación bancaria, en los *hedge funds*, *private equity funds* y en los productos derivados, mejora la protección del inversor, regula con mayor detalle las agencias de calificación crediticia, el proceso de titulización de activos, establece algunas medidas en relación con la remuneración de los ejecutivos y el *corporate governance*, mejora —en una regulación sin precedentes— la protección del consumidor financiero, impone mayores requisitos a los préstamos hipotecarios o intenta acercar el sector asegurador a los sectores más desfavorecidos de la sociedad.

A continuación examinamos el contenido de la misma, y para ello empleamos como eje vertebrador en gran medida los fines que la propia Ley declara. Con ello entendemos que la lectura del trabajo gana en sencillez, pues otros criterios de carácter más sistemático (dividir el trabajo en epígrafes correlativos a los títulos en que se divide la Ley) tal vez harían arduo su estudio.

2. Fomento de la estabilidad financiera

En un sentido amplio, puede decirse que todas las medidas que introduce la Ley, en el caso de que se lleven a cabo, producirán el efecto de crear un sistema financiero más estable: ¿acaso puede negarse que la confianza de los consumidores en el sistema y, en general, en el marco regulatorio, no contribuye a dicha estabilidad?, ¿o que la inexistencia de préstamos hipotecarios abusivos, o la transparencia e inteligibilidad de los productos derivados, no irán en la misma línea? Siendo esto innegable, también lo es que la Ley

---

Lehman Brothers y, en cambio, de salvar a AIG); 5) no se respetaron ni las normas contables ni las reglas de la ética; 6) los préstamos hipotecarios y la titulación hipotecaria excesiva contagió todo el sistema; 7) los productos derivados OTC (*over-the-counter*) han contribuido decisivamente a la crisis; 8) las agencias de *rating* crediticias también han tenido un papel estelar en la misma.

(16) El «preámbulo» reza así: «An Act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end "too big to fail", to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes».

dedica su título I de manera monográfica a dicha estabilidad financiera[17], y que a tal fin prevé dos medidas específicas: la creación del *Financial Stability Oversight Council* y de la *Office of Financial Research*, y determinadas medidas en relación con el nivel de capital y de apalancamiento de las entidades financieras.

A) Creación del Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera

Sabido es que uno de los mayores riesgos que presentan los mercados financieros, y particularmente el bancario, es el llamado riesgo sistémico, esto es, el derrumbe del sistema provocado por el efecto dominó debido a la crisis de uno de sus miembros[18], hasta el punto de que el régimen jurídico que preside el sistema bancario está «montado» teniendo en cuenta la existencia de este riesgo, que casi puede elevarse a la categoría de principio[19]. Es más, se ha afirmado que la lección más importante que puede extraerse de la crisis financiera de 2007 a 2009 es el hecho de que la caída de grandes entidades financieras puede imponer costes sobre el sistema entero, y que de hecho coloca a las autoridades públicas en una situación comprometida, ya que se han visto obligadas a acudir a su rescate con el fin de no dañar el sistema entero. Estos rescates, a su vez, han llevado a dar amparo, cobertura o protección no ya a los acreedores asegurados, sino incluso a los no asegurados y a los accionistas[20], hasta el punto de que las ingentes cantidades de dinero público empleado han dejado un sabor amargo. Por eso, y como veremos más adelante, la *Dodd-Frank Act* desincentiva la existencia de grandes conglomerados financieros y establece un procedimiento de liquidación ordenada para el caso de que uno de ellos sucumba.

Pero con carácter preventivo, esto es, con el fin de detectar cualquier evento, situación, etc. que pueda poner en peligro la estabilidad del sistema financiero, y de manera paralela

---

(17) Dicho título I constituye la *Financial Stability Act* de 2010 (Sección 101).

(18) Existen numerosas definiciones de riesgo sistémico. DOWNES, J. y GOODMAN, J. E., *Dictionary of Finance and Investment Terms*, 8.ª ed., 2010, p. 726, lo definen como el riesgo de que un *shock* repentino en una industria financiera interdependiente e interconectada lleve a un colapso del mercado o a un efecto dominó en las quiebras que pongan en riesgo el sistema financiero íntegro. En términos muy similares se pronuncia la Sección 803 (9) de la *Dodd-Frank Act*, si bien nos ha parecido más oportuno transcribir la primera definición en tanto esta última únicamente lo contempla en relación con los sistemas de pago y las cámaras de compensación.

(19) El riesgo es mayor en el sector bancario por la naturaleza a la vista de gran parte de la deuda que las entidades depositarias (en nuestro país los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) tienen frente a los depositantes y en la protección limitada que ofrecen los Fondos de Garantía de Depósito o las instituciones equivalentes en otros países. *V.* estas ideas y una descripción de las consecuencias que tendría la insolvencia de una de estas entidades en SCOTT CARNERLL, R., MACEY, J. R. y MILLER, G. P., *The Law of Banking and Financial Institutions*, 4.ª ed., 2008, pp. 46 y 47. De hecho, esa retirada masiva de los depósitos o una solicitud masiva de reembolsos tan temida ante las señales de alarma en una institución financiera tuvo lugar en septiembre de 2007 cuando el banco británico Northern Rock plc solicitó ayuda a las autoridades públicas debido a las dificultades que estaba experimentando al recabar fondos en el mercado de capitales [*v*. DEL GUAYO CASTIELLA, I., «Paraconcursalidad preventiva y entidades financieras: nacionalizaciones bancarias en Europa (*Northern Rock*) y Estados Unidos (*Indymac*)», en *RCP* núm. 9 (2008), pp. 460 y 461]. En nuestro país lo mismo sucedió con el mayor fondo inmobiliario español, Santander Banif Inmobiliario, FII (detalles en 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», en *RMV* núm. 5 (2009), pp. 64 y 65.

(20) ACHARYA, V. V., BROWNLESS, C., ENGLE, R., FARAZMAND, F. y RICHARDSON, M. «Measuring systemic risk», en ACHARYA, V. V., COOLEY, T. F., RICHARDSON, M. y WALTER, I., *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Willey & sons, 2011, p. 89.

a la recién creada Junta Europea de Riesgo Sistémico en el viejo continente[21], la *Dodd-Frank Act* crea el *Financial Stability Oversight Council* (Sección 111). Como la propia denominación da a entender, su función principal es identificar o detectar cualquier riesgo o amenaza que pueda poner en peligro la estabilidad financiera [Sección 111(a)(1)(A)] y actuar o dar respuesta a las mismas, para lo cual la Ley le impone toda una serie de deberes: recopilar información, emisión de informes y publicidad de los mismos, recomendación de prioridades a las agencias de supervisión, identificación de las lagunas legales que puedan poner en peligro la estabilidad financiera[22], etc. [Sección 112(a)(2)]. Es más, el director del Consejo deberá emitir un informe previo a la aprobación de cualquier medida regulatoria que tenga por objeto la reducción del riesgo sistémico, en el que deberá pronunciarse sobre numerosos aspectos: beneficios y costes de eficiencia en los mercados de capital, crecimiento económico nacional, etc. [Sección 123(a)(1)].

El Consejo está compuesto por personas que, por razón de su cargo, tienen una visión detallada de una buena parte del sistema financiero. En concreto, por los directores de las diez agencias reguladoras a nivel federal del sistema financiero [Sección 111(b)(1)[23]], lo que —como decíamos antes— facilita enormemente la identificación de cualquier riesgo que pueda surgir en el sistema financiero. También son parte del mismo un miembro independiente nombrado por el Presidente y otros 5 miembros sin derecho a voto[24] [Sección 111(b)(2)]. Para garantizar su independencia, la *Federal Reserve* le concede una dotación propia[25].

Entre las actuaciones que el *Council* podrá llevar a cabo, la *Dodd-Frank Act* señala que podrá determinar que una entidad financiera no bancaria, nacional o extranjera, pase a ser supervisada por el *Board of Governors*[26], si estima que existen señales de alarma (excesivo nivel de apalancamiento, naturaleza y extensión de su balance, de su cuenta de negocios, etc.) que pongan en peligro la tantas veces mencionada estabilidad financiera [Sección 113(a)(1) y (b)(1)][27] o, con otras palabras, si estima que se trata de una entidad que presenta un nivel alto de riesgo sistémico. Ténganse en cuenta, en este sentido, dos cosas.

---

(21) La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) ha sido creada el 16 de diciembre de 2010 por el Reglamento (UE) núm. 1092/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (DOUE L 331/1, de 15-12-2010). *V.* al respecto la nota de prensa del Banco de España, publicada en <http://www.bde.es/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/10/Arc/Fic/presbce157.pdf>, y el trabajo de FLORES DOÑA, M.ª S. (2010), «La Junta Europea de Riesgo Sistémico. The European Board of Systemic Risk», en <http://eprints.ucm.es/11546/>.

(22) Esto se ha manifestado claramente con los «productos derivados», no regulados hasta muy recientemente.

(23) Entre otras, la *Securities Exchange Commission* (SEC), la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), la *Office of the Comptroller of the Currency (OCC)*, la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) o la *Federal Housing Finance Agency*.

(24) Entre ellos, los Directores de la Oficina de Investigación Financiera y de la Oficina Federal del Seguro.

(25) La Ley refleja un tono de austeridad consciente de que, en mayor o menor medida, todas estas medidas conllevan un coste. De ahí que, por ejemplo, señale que todos aquellos miembros del Consejo que ya sean empleados o funcionarios estadounidenses al tiempo de su contratación por este órgano actuarán gratuitamente [sección 111(i)(1)].

(26) Se conoce como *Board of Governors* a los miembros que componen el órgano de dirección de la *Federal Reserve*, esto es, el Banco Central de los EE.UU., órgano que —entre otras cosas— establece la política en materias relativas a la regulación bancaria y a la moneda (*v.* su página web en <http://www.federalreserve.gov/>).

(27) En el caso de que la entidad sea extranjera, el Consejo podrá coordinarse con la autoridad nacional de supervisión correspondiente [Sección 113(f)(4)].

En primer lugar, que la Ley únicamente menciona una serie de parámetros a tener en cuenta a la hora de decidir si una determinada entidad puede afectar al riesgo sistémico, parámetros o criterios (nivel de liquidez, de endeudamiento, de activos, etc.) que se están discutiendo en la actualidad. No obstante, téngase en cuenta que ni existe una lista oficial de entidades que presentan dicho riesgo[28], ni está clara la política que deberá seguirse con dichas entidades, con lo que —se ha dicho— lo que quiere la Ley es dar al *Board of Directors* gran flexibilidad para que, mediante la adopción de las medidas que entienda convenientes, reduzca el riesgo sistémico de estas entidades[29].

Y en segundo lugar, que en el caso de que el *Financial Stability Oversight Council* determine que una entidad no bancaria debe quedar bajo la supervisión del *Board of Governors* o, lo que es lo mismo, de la *Federal Reserve*, ello implicará asimismo la obligación para estas entidades de «someterse» a la regulación que la *Federal Reserve* impone a los bancos (requisitos de capital, liquidez, conservación-grabación de las operaciones, etc.). La Ley prevé asimismo las medidas que el *Board of Governors* podrá adoptar en dicho caso, siempre previa audiencia de la compañía: prohibir la fusión de la entidad o su conversión en filial de otra entidad, limitar su capacidad de ofrecer productos financieros, requerir que cese en la realización de una o varias actividades, etc. [Sección 121(b)].

Por otra parte, el Consejo también podrá requerir a una *bank holding company*[30] con activos consolidados por encima de 50.000.000.000 de dólares o a cualquier institución no bancaria supervisada por el *Board of Governors* para que emitan un informe sobre su condición financiera, los sistemas de control que tengan establecidos, etc. [Sección 116(a)], o podrá realizar recomendaciones sobre los niveles de capital, apalancamiento, etc. tendentes a evitar el crecimiento de entidades que puedan presentar riesgo sistémico.

Pero entre las funciones que la Ley encomienda al Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera la que más destaca, en nuestra opinión, es la de promover la disciplina de mercado, eliminando las expectativas de accionistas, acreedores y miembros de las empresas de que el Gobierno acudirá a su rescate en caso de que la empresa se hunda [Sección 112(a)(1)(B)]. Como puede apreciarse, la ley sale al paso aquí de uno de los objetivos declarados en su preámbulo: evitar los planes de rescate con cargo a los contribuyentes, y lo hace con una primera medida de carácter sociológico y preventivo: para evitar dichos planes, lo mejor es comenzar a concienciar a las partes afectadas —interesadas— en di-

---

(28) Sí existen, por el contrario, índices o indicadores de carácter no oficial. En concreto, el *Financial Stability Board*, organismo internacional del que forman parte los reguladores de numerosos países y sus bancos centrales, así como el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, ofrecen abundante información sobre este tema (*v.* <http://www.financialstabilityboard.org>). Por su parte, y en EE.UU., la New York University Stern School of Business publica y actualiza diariamente una lista de entidades que presentan riesgo sistémico (*v.* <http://vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk>). El último día consultado (16 de marzo de 2011), 3 entidades representaban prácticamente el 50% del riesgo sistémico en aquel país: Bank of America (19,4%), Citigroup (15,7%) y J.P. Morgan Chase (13,8%).

(29) ACHARYA, V. V., BROWNLESS, C., ENGLE, R., FARAZMAND, F. y RICHARDSON, M., «Measuring systemic risk», *cit.*, p. 92. Estos autores no discrepan de los criterios que enuncia la Ley a la hora de valorar si una determinada entidad presenta riesgo sistémico, pero añaden que no deben fijarse umbrales fijos y que determinados criterios deben tenerse siempre en cuenta: la transparencia, los test de estrés o las interconexiones que presenten dichas entidades (cfr. pp. 94 y ss.).

(30) Se entiende por *bank holding company* aquella sociedad que posee o controla dos o más entidades bancarias u otras *bank holding companies*. Están reguladas por la *Bank Holding Company Act* de 1956.

chos rescates de que no los habrá. Y esta misión —como decíamos— se encomienda al Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera. Como es fácil deducir, habrá que ver en los próximos años en qué se concreta esta función.

En fin, la Ley encomienda otras muchas funciones al Consejo que tienen como telón de fondo la posición de garante o de observador privilegiado del sistema financiero (recuérdese la composición del mismo). De ahí que se le faculte para resolver diversos tipos de conflictos, como los de competencia que se planteen entre las distintas agencias federales o los relativos a la determinación de la jurisdicción competente para una *banking holding company* [Sección 119], la emisión de recomendaciones a las diferentes agencias sobre cómo regular una determinada materia [Sección 120], la determinación de los tipos de actividades que exigirán regulación sustantiva, etc.

La Ley crea asimismo la Oficina de Investigación Financiera a modo de órgano experto con el fin de ayudar tanto al Consejo de Supervisión Financiera como a las agencias federales que tienen representación en el mismo al cumplimiento de sus funciones mediante la obtención de datos y el análisis de carácter económico [Secciones 152(a) y 153(a)], destacando en su composición la presencia de numerosos colectivos (abogados, contables, etc.).

B) Medidas en relación con el nivel de capital y de apalancamiento de las entidades financieras

Una de las preocupaciones principales de los reguladores centrales de cada país es que las instituciones de crédito cuenten con un nivel de capitalización adecuado no ya únicamente para escenarios de normalidad económica o financiera, sino también para situaciones más complejas[(31)]. No en vano se ha afirmado que el capital es «la sangre del sistema financiero que le da vida cuando se encuentra en situación de estrés»[(32)]. De ahí que las instituciones financieras europeas fueran sometidas el pasado año a los famosos test de estrés por el Banco Central Europeo[(33)] y de ahí también que, en nuestro país, el Banco de España haya decidido adelantar los plazos previstos por Basilea III respecto a los niveles de capitalización, exigiendo a las entidades un nivel de un 8% en relación con los activos ponderados por riesgo como regla general, porcentaje que se eleva al 10% para aquellas entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros por al menos un 20% y que, además, presenten una ratio de financiación mayorista superior al 20%[(34)]. Téngase también en cuenta que el hecho de que las entidades crediticias posean

---

(31) Así lo señala la Federal Reserve: «Firms are expected to demonstrate their ability to remain viable financial intermediaries as they make the planned capital distributions, even under stressed conditions» (<http://federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/2011318.a.htm>).

(32) «The lifeblood of the financial system when it is under stress» (ACHARYA, V. V., KULKARNI, N. y RICHARDSON, M., «Capital, Contingent Capital, and Liquidity Requirements», en ACHARYA, V. V., COOLEY, T. F., RICHARDSON, M. y WALTER, I., *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Willey & sons, 2011, p. 143).

(33) *V*. los resultados en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/test_cebs/resultados_cebs.html>.

(34) Art. 1 del RD-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero. *V*. sobre el mismo el informe del BANCO DE ESPAÑA, «La reestructuración del sector bancario español y el Real Decreto-Ley para el reforzamiento del sistema financiero», 21 de febrero de 2011 (en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/reestructura_sane/reestructura.html>).

un nivel de capitalización adecuado genera confianza en el sistema financiero, confianza que tiene vital importancia[35].

Pero volviendo al sistema norteamericano, el presente apartado nos obliga a señalar dos cosas.

En primer lugar, que de manera similar a como el Banco Central Europeo operó el pasado año, la *Federal Reserve* llevó a cabo un análisis de las necesidades de capital de febrero a mayo de 2009 en el marco del *Supervisory Capital Assessment Program* (SCAP). Los análisis tuvieron como destinatarios a 19 entidades financieras de gran tamaño que bien puede decirse que representan a la mayoría de los bancos de EE.UU., ya que aglutinan más de la mitad de los activos y del volumen de créditos en aquel país, y los resultados mostraron qué entidades tendrían mayores dificultades para salir a flote/mantener su actividad en el marco de una situación económica adversa. Si bien un análisis de los resultados obtenidos excede con mucho los límites y el objeto del presente trabajo, sí debe resaltarse que 10 de las 19 entidades analizadas necesitaban aumentar capital para cumplir con los requisitos previstos en el SCAP, y que en todos los casos el «vacío» que debía ser llenado era el correspondiente al *Tier 1 capital*, que se fijó en un 6% como regla general para finales de 2010 y en un 4% teniendo en cuenta los activos ponderados por riesgo (en global, 75.000 millones de dólares).

A modo de continuación del SCAP, la *Dodd-Frank Act* también se hace eco de la necesidad de reforzar los requisitos de capital de las entidades financieras (no se olvide que Estados Unidos también formó parte de Basilea III). En concreto, la Sección 165 se encabeza bajo el título «mejora de la supervisión y de los estándares de prudencia de las entidades financieras no bancarias supervisada por el *Board of Governors* y determinados grupos bancarios», y entre las numerosas medidas que prevé pueden destacarse tres.

En primer lugar, lo que bien puede decirse es la regla general [apartado (a)(1)]: el *Board of Governors* podrá establecer determinadas medidas o requisitos para impedir o mitigar riesgos en el sistema financiero derivados de las ayudas financieras o de los concursos de estas entidades, medidas que podrán ser más exigentes que las usuales y que, conforme al apartado (a)(2), podrán consistir en el aumento de los requisitos de capital, de los límites de apalancamiento —principalmente a corto plazo—, el aumento de las medidas de transparencia, etc. Además, también podrá obligar a mantener un nivel mínimo de capital contingente convertible en patrimonio neto en períodos de alarma financiera[36] [apartado (c)(1)]. Con todo ello —con todas estas medidas— se ha afirmado que las entidades financieras tendrán mayores incentivos para no adoptar un tamaño tal que las convierta en «peligrosas» desde el punto de vista del riesgo sistémico, pero también que estos mayores requisitos de capital y de liquidez no serán suficientes para mitigar el riesgo sistémico (de hecho, otros productos como los derivados y las operaciones finan-

(35) De hecho, éste es el motivo por el que el Gobierno español decidió adelantar los plazos previstos por Basilea III (Preámbulo del RD-Ley 2/2011, *v*. en BOE de 19 de febrero, p. 19215).

Al tiempo de redactarse estas líneas, el Banco de España hizo públicas las necesidades de capital de las entidades de crédito: solamente 12 deberán captar un total de 15.142 millones de euros para encontrarse debidamente capitalizadas el 30 de septiembre de 2011, fecha tope prevista en el RD-Ley 2/2011 (*v*. <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/Notas_Informativ/anoactual/presbe2011_9.pdf>).

(36) Es lo que conocemos como las obligaciones convertibles en acciones.

cieras sobre valores deberían ser también tenidos en cuenta…)[37]. En cualquier caso, la implementación de estas medidas corresponde al *Board of Governors (Federal Reserve)*, si bien se establece que, como mínimo, deberán ser las que están en vigor al tiempo de la promulgación de la *Dodd-Frank Act* [Sección 171(b)], esto es, los establecidos por la *Federal Reserve* para las entidades que se encuentran bajo su vigilancia y que básicamente coinciden con los de Basilea III. La Ley establece asimismo, para los grandes grupos bancarios y para aquellas instituciones que posean riesgo sistémico, que el Consejo de Supervisión Financiera podrá imponer un nivel de apalancamiento (*debt to equity ratio*) de 15-1 a una determinada entidad si es necesario para mitigar una amenaza al sistema financiero [Sección 165(j)(1)].

En fin, estas mismas reglas se contienen de manera muy similar en relación con los bancos, instituciones de depósito y *saving banks* en la sección 616. En este sentido, se ha señalado que la regla que prevé que los requerimientos de capital que efectúe el *Board of Governors* deberán adecuarse al período económico que se esté atravesando (los requerimientos serán *countercyclical*) tendrá una importancia fundamental[38]; de este modo, la cifra de capital que una compañía debe mantener aumentará en períodos de expansión económica y descenderá en períodos de contracción, de acuerdo con la seguridad y solidez de la empresa [Sección 616(a)(2)].

En segundo lugar, se prevé que el *Board of Governors* —en coordinación con las distintas agencias federales— seguirá llevando a cabo test de estrés con carácter anual sobre las entidades financieras no bancarias y los grandes grupos bancarios, sin perjuicio de los que la propia entidad efectúe, cuyos resultados deberá remitir a aquel [apartado (i)]. De hecho, al tiempo de cerrarse este trabajo la *Federal Reserve* anunció que había completado un nuevo análisis sobre el nivel de capitalización de las 19 *bank holding companies* estadounidenses de mayor tamaño en el marco del *Comprehensive Capital Analysis and Review* (CCAR), que si bien no desciende al grado de detalle del ya mencionado SCAP, se ha elaborado sobre la base de la experiencia adquirida con este último. Los resultados del CCAR permitirán —en su caso— a la *Federal Reserve* afirmar que una determinada entidad tiene capacidad para continuar su actividad crediticia en un escenario económico de estrés, incluso en un escenario adverso como el de un período de recesión (caracterizado por un crecimiento económico negativo, un aumento del nivel de desempleo y un descenso brusco en el precio de los activos), precisamente porque mantiene unos niveles de capitalización adecuados, para lo que analiza las medidas propuestas por cada entidad en relación con el capital. Pues bien, como resultado del mismo se espera que determinadas entidades restrinjan el pago de dividendos, devuelvan capital al gobierno y, en general, realicen determinadas acciones que mejoren sus niveles de capitalización, y todo ello a pesar de que desde el final de 2008 hasta 2010 el capital de estas 19 entidades financieras ha aumentado considerablemente.

Por último, el *Board of Governors* podrá aprobar normativa que tenga por objeto encontrar remedio oportuno a las dificultades financieras de una entidad financiera no bancaria, evitando su insolvencia y el daño potencial que puede ocasionar sobre el sistema

(37) ACHARYA, V. V., KULKARNI, N. y RICHARDSON, M., «Capital, Contingent Capital...», *cit.*, p. 151.

(38) ACHARYA, V. V., KULKARNI, N. y RICHARDSON, M., «Capital, Contingent Capital...», *cit.*, p. 155.

financiero, ya sea mediante el aumento de la liquidez, la limitación de las distribuciones, de las adquisiciones, etc. (Sección 166).

En fin, la Ley también impone obligaciones directamente a las entidades. Por citar un ejemplo, toda entidad financiera no bancaria que pase a estar supervisada por el *Board of Governors* deberá establecer un comité de riesgo, responsable —como su propio nombre indica— de la vigilancia de este último y en cuya composición deberá haber al menos un experto en *risk management* [Sección 165(h)(1) y (3)].

C) Otras medidas. En particular, la llamada Volcker Rule *y la nueva regulación de las agencias de* rating *crediticio*

Ya hemos señalado que prácticamente todo el contenido de la Ley puede decirse que contribuye o está encaminado de una manera más o menos directa al logro de la estabilidad financiera de la economía estadounidense. En el presente apartado nos hacemos eco de una medida de gran importancia a tal efecto que —de hecho— ha despertado la atención de todos los estudiosos así como —por supuesto— de los afectados al respecto: nos referimos a la llamada regla *Volcker*.

La *Volcker Rule* se contiene en la Sección 619 de la Ley y tiene por objeto mejorar la seguridad del sistema bancario estadounidense prohibiendo determinadas actividades a las entidades bancarias, especialmente determinadas inversiones en *private funds*. En efecto, no puede negarse que las grandes entidades bancarias se han beneficiado durante años, como consecuencia de la ausencia de regulación, de la posibilidad de operar en múltiples líneas de negocio, y que por ello ha sido y es frecuente que, por ejemplo, además de su actividad crediticia, intermedien en los mercados de valores, operen con productos derivados, en bancos de inversión, en los llamados *repos* —compraventas de valores con opciones de recompra—, realicen servicios de asesoramiento o el llamado *proprietary trading*[39]. La realización de todas estas operaciones ha propiciado a su vez que se hayan fusionado con otras grandes entidades, produciéndose así un incremento de su tamaño, complejidad e influencia y, por ello, del riesgo sistémico. Pues bien, la llamada *Volcker Rule*, que debe su nombre al pensamiento del primer presidente de la *Federal Reserve* (Paul Volcker), tiene por objeto prohibir a las entidades de gran tamaño inmiscuirse en actividades de carácter no bancario como las negociaciones con acciones o valores (*proprietary trading*), inversiones en *hedge funds* (recuérdese que estos se caracterizan por asumir un riesgo elevado y por sus estrategias especulativas), actividades especulativas sobre materias primas, etc., que superen un determinado porcentaje de capital (en torno al 3%). Como decíamos, esto es lo que, en resumidas cuentas, ha pasado a constituir la Sección 619 de la *Dodd-Frank Act*, Sección que —como tantas otras— necesitará un desarrollo adecuado. La Ley faculta,

(39) La Sección 619 de la Ley define «proprietary trading», cuando se refiere a una entidad bancaria o a una entidad no bancaria supervisada por el *Board of Governors*, como «engaging as a principal for the trading account of the banking entity or nonbank financial company supervised by the Board in any transaction to purchase or sell, or otherwise acquire or dispose of, any security, any derivative, any contract of sale of a commodity for future delivery, any option on any such security, derivative, or contract, or any other security or financial instrument that the appropriate Federal banking agencies, the Securities and Exchange Commission, and the Commodity Futures Trading Commission may, by rule as provided in subsection (b)(2), determine».

en este sentido, al FSOC para estudiar la manera de realizar recomendaciones que tengan por objeto implementar de una manera efectiva y comprensible la *Volcker Rule* de manera que se restrinjan las actividades excesivamente arriesgadas y se promueva la seguridad y la solidez de las entidades bancarias. De hecho, dicho organismo ha aprobado y dado a conocer al público el 18 de enero de 2011 un estudio que contiene toda una serie de recomendaciones para implementar la Sección 619 de la *Dodd-Frank Act*[40].

Íntimamente relacionada con la *Volcker Rule* se encuentra la regla contenida en la Sección 622(b) de la Ley, que establece un límite a las concentraciones en el sector financiero y que deberá ser desarrollada por el *Board of Directors*: las fusiones, las adquisiciones de la totalidad de los activos o de una parte sustancial de los mismos y las adquisiciones de entidades financieras operadas de cualquier otro modo quedarán prohibidas si la responsabilidad (deuda) de la entidad adquirente excede un 10% de la deuda consolidada de las entidades financieras tomadas en cuenta al final del año anterior a la transacción[41]. Como se puede apreciar, esta medida va dirigida a desalentar la creación de grandes conglomerados financieros en tanto se entiende —como ya hemos puesto de manifiesto— que suponen un riesgo para la estabilidad financiera del país.

Por otra parte, no podemos dejar de referirnos a la nueva regulación que se introduce sobre las agencias de *rating* crediticio. El informe de la *Financial Crisis Inquiry Commission* les otorga un papel destacado como causantes de la crisis, llegando a afirmar entre sus conclusiones que constituyeron un eslabón esencial de la destrucción financiera[42]. Ya vimos que en las mismas también se podía leer que grandes empresas e inversores confiaron ciegamente en ellas como árbitros de riesgo. Es más, a la hora de examinar su *modus operandi*, la FCIC ha destacado que utilizaron modelos matemáticos como autorizados instrumentos para predecir los riesgos, reemplazando así en numerosas ocasiones un en-

---

(40) El estudio puede verse en <http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/Volcker%20sec%20%20619%20study%20final%201%2018%2011%20rg.pdf>.

(41) El apartado (c) del mismo precepto establece una serie de excepciones: cuando se haya abierto un proceso concursal sobre la entidad o se encuentre en situación próxima al mismo, cuando la FDIC haya prestado ayuda, o cuando el incremento de la deuda por encima de dicho porcentaje sea mínima.

(42) P. xxv. El Reglamento (CE) núm. 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia, haciéndose eco de las palabras de las conclusiones adoptadas por el Consejo Europeo los días 13 y 14 de marzo de 2008, considera en esta misma línea que las agencias de calificación crediticia no han reflejado con suficiente prontitud en sus calificaciones el deterioro de las condiciones de mercado, y que tampoco han ajustado a tiempo sus calificaciones a la vista de la agravación de la crisis del mercado [Considerando (10)]. En nuestro país, 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 de 2010, p. 152, señalan que «su criticada y, en cierta medida, sospechosa participación en el estallido de la más reciente crisis de las hipotecas *subprime* ha venido a enturbiar la ya dañada imagen de las agencias de *rating*». *V*., desde una perspectiva periodística, la crítica a dichas agencias en <http://www.presseurop.eu/es/content/article/438071-la-maldicion-de-las-agencias-de-calificacion>, y volviendo a un enfoque más jurídico, la opinión más matizada de TAPIA HERMIDA, A. J., «El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de "Rating")», en *RDBB* núm. 116 (2009), p. 312, para quien la «consensuada» acusación de que las agencias de calificación crediticia son las causantes en parte de la crisis financiera internacional «en cierto modo, nos parece exagerada y, por lo tanto, injusta cuando olvida que en la crisis financiera el papel de coautores debe compartirse por los emisores, los gestores de los inversores institucionales, los intermediarios financieros y, por supuesto, las autoridades públicas de supervisión». En cualquier caso, y como afirma este autor en otro trabajo («Crisis, regulación y supervisión...», *cit.*, p. 69), lo que está claro es que las agencias de *rating* «han jugado un papel central en la crisis financiera».

juiciamiento de la situación, de manera que «en muchos casos la gestión del riesgo devino justificación del riesgo»[43]. A ello hay que añadir que el sistema de elección de las agencias no es el más óptimo, pues de manera similar a lo que ocurre con los auditores, en el modelo que prevalece las agencias de *rating* son elegidas y pagadas por el propio emisor de la deuda, lo que crea una evidente tensión con el objetivo de aquéllas de realizar un análisis objetivo del riesgo[44]. No es de extrañar, por todo ello, que la Ley comience recogiendo todas estas ideas en el primero de los preceptos que dedica a las agencias de *rating*, afirmando —entre otras cosas— que las actividades de las agencias de calificación crediticia son de interés público en tanto esenciales para la formación del capital, la confianza del inversor y el desarrollo eficiente de la economía de los EE.UU.; que en tanto actividad comercial, la actividad de estas agencias debe someterse a los mismos parámetros que la de los auditores, analistas de valores y banqueros de inversión; que la normativa debe prestar especial atención al conflicto de intereses que se puede plantear en el desarrollo de la actividad, etc. (Sección 931).

Pasando a un plano más concreto, la Ley se ocupa de las agencias de calificación crediticia en el título IX («Protección del inversor y mejora de la normativa relativa a los valores»), subtítulo C: «Mejora en la regulación de las Agencias de *rating* crediticio», y entre las medidas que recoge destacan las siguientes. En primer lugar, y desde el punto de vista del poder público, crea en el seno de la SEC (equivalente a nuestra CNMV) una oficina de supervisión de dichas agencias (*Office of Credit Ratings*) y autoriza a aquélla a regular minuciosamente toda la actividad de calificación crediticia, previendo incluso la emisión de folletos con el fin de que todas ellas adopten una terminología homogénea. En segundo lugar, prevé numerosas medidas que afectan a las agencias de *rating* crediticio. Así, complementando la *Credit Rating Agency Reform Act* de 29 de septiembre de 2006, que estableció la obligación de estas agencias de registrarse en la SEC en el marco del *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (más conocido por sus siglas, NRSRO[45]), añade ahora que esta última podrá incluso suspender o revocar la inscripción a

---

(43) Pp. xvii y xix. En las conclusiones (p. xix), la Comisión se hace eco de que la agencia de *rating* Moody's —conocida en España porque a mediados de marzo de 2011 rebajó la nota de prima de riesgo de nuestro país de Aa1 a Aa2— calificó con triple A alrededor de 45.000 operaciones hipotecarias de 2002 a 2007. Más tarde, un 83% de estas operaciones fueron degradadas.

(44) ALTMAN, E. I., SABRI ÖNCÜ, T., RICHARDSON, M., SCHMEITS, A. y WHITE, L. J., «Regulation of rating agencies», en ACHARYA, V. V., COOLEY, T. F., RICHARDSON, M. y WALTER, I., *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Willey & sons, 2011, p. 444. *V.* más detalladamente pp. 448 y ss. En p. 450 se lee que la evidencia empírica sugiere que los conflictos de interés han desempeñado un papel muy importante en la crisis financiera, evidencia que se corrobora con el testimonio de empleados de las agencias de *rating* al Congreso y a otras agencias reguladoras. En nuestro país, TAPIA HERMIDA, A. J., «Crisis, regulación...», *cit.*, pp. 66 a 68, también destaca la «sacralización» de las calificaciones crediticias, la infravaloración de los riesgos financieros, el modelo de financiación de estas agencias por los emisores y el oligopolio existente.

(45) Conforme a la Sección 3 de dicha Ley, una agencia de *rating* será reconocida como una agencia de ámbito nacional si ha venido ejercitando dicho papel en el tráfico al menos durante los tres años inmediatamente anteriores a la solicitud de registro, si ha emitido calificaciones crediticias a entidades cualificadas (instituciones financieras, de seguros, inversores institucionales), y si se inscribe con los requisitos que prevé la Ley (téngase en cuenta que la *Credit Rating Agency Reform Act* tuvo por objeto incrementar la competencia en este sector requiriendo la inscripción de estas agencias ante la SEC siempre que cumplieran determinadas reglas. No obstante, aunque el número de agencias de *rating* ha aumentado, en la práctica sigue existiendo un oligopolio dominado por las agencias Moody's y Standard & Poor's. En un escalón más abajo se encuentra Fitch).

aquellas que presenten *ratings* inadecuados durante cierto tiempo sobre una o varias clases o subclases de valores, o porque no tiene recursos financieros y/o de gestión adecuados para producir *ratings* de crédito con precisión. Asimismo, establece muchas medidas de publicidad o, si se prefiere, de transparencia, ya que las agencias deberán hacer públicos los métodos que utilizan a la hora de evaluar los riesgos. En cuanto al fondo, obliga a emplear la *due diligence* en la valoración de valores respaldados por activos, medidas de gobierno corporativo (las agencias de *rating* deberán contar con al menos dos consejeros independientes, etc.), y prevé incluso la realización de un estudio sobre la viabilidad de homogeneizar la terminología de los *ratings* crediticios (Sección 932). La SEC deberá elaborar asimismo un estudio sobre el fortalecimiento de la independencia de las agencias de *rating*, teniendo especialmente en cuenta las situaciones de conflicto de interés, la posibilidad de prohibir que puedan prestar otros servicios, e incluso la existencia de medios alternativos de remuneración [Sección 939 (C) y (D)]. En esta línea, y de manera similar a lo que se dirá respecto al *too big to fail*, la Ley intenta cambiar la mentalidad existente en la actualidad respecto a la confianza en las calificaciones que emanan de dichas agencias, ya que, en adelante, el hecho de que la deuda haya sido evaluada por una agencia de *rating* no eximirá a la entidad emisora de responsabilidad o, con otras palabras, las instituciones que concedan crédito deberán confiar más en sus propios estudios internos que en las calificaciones de estas agencias. Por último, y entre otras muchas medidas, los analistas deberán pasar determinadas pruebas (exámenes) antes de poder ejercitar dicha profesión.

En suma, la Ley afronta de manera decidida los grandes problemas que plantean estas agencias, en especial el relativo a su imparcialidad y la confianza «ciega» que se ha depositado en las mismas. Lo hace con medidas preventivas destinadas —como ha señalado un sector de la doctrina en nuestro país— al servicio de la «confianza sistémica»[46], que nos recuerda en gran medida el dictado del todavía reciente Reglamento (CE) 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las Agencias de Calificación Crediticia[47].

---

(46) ALBA FERNÁNDEZ M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., «Las agencias de *rating*...», *cit.*, p. 173.

(47) Este Reglamento vino precedido de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio (refundición), mediante la que se implementa Basilea II en la UE, que recogió ya la función de los *ratings* elaborados por las agencias externas o *External Credit Assessment Institutions* (ECAI), modelo cercano al *National Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs) estadounidense.

Volviendo al Reglamento [*v*. un resumen del mismo en TAPIA HERMIDA, A. J., «El Reglamento 1060/2009...», *cit.*, pp. 306 a 313, y un análisis detallado en la monografía del mismo autor titulada *Las Agencias de Calificación Crediticia. Agencias, de «Rating»*, Cizur Menor (Navarra), 2010], y sintetizando su contenido, cabe señalar que su objeto es mejorar el proceso de emisión de las calificaciones crediticias con el fin de proteger la estabilidad de los mercados y la protección de los inversores. Para ello, intenta garantizar que las agencias de *rating* eviten los conflictos de intereses, establece un marco eficaz de registro y supervisión, impone asimismo condiciones para la emisión de las calificaciones crediticias y normas para la organización y actuación de las agencias [art. 1 y Considerandos (7) y (11)].

En concreto, y en primer lugar, la inscripción de las agencias en el registro comunitario se supedita a que se reúnan toda una serie de requisitos de diversa índole (de organización, transparencia, etc., art. 14).

En segundo lugar, y para evitar los conflictos de interés, se prevén toda una serie de medidas [(art. 6 y Anexo I, secciones A y B, Considerandos (22) a (24) y (30)]. Entre otras, obliga a las agencias a centrar su actividad en la emisión de calificaciones crediticias —prohibiéndoles prestar servicios de consultoría o asesoramiento—, les obliga a adoptar procedimientos que eviten un eventual conflicto de interés respecto a sus empleados, y a que la retribución no se supedite a los resultados comerciales de la agencia de calificación. En cualquier caso, el propio Reglamento prevé

La intención de la Ley resulta, por tanto, loable. Cosa distinta será ver los resultados. Aun así, surgen numerosos interrogantes, algunos de no pequeño calado: ¿hacia dónde se dirige la regulación norteamericana? Con otras palabras: la implementación de la misma, al tratar de «disminuir» la confianza ciega que se tiene en las calificaciones vertidas por estas agencias, confianza que constituye muy posiblemente el pilar sobre el que sustenta su actividad, ¿en qué lugar deja todo lo relativo a la responsabilidad?, ¿pretende eliminarla y que las agencias actúen a modo de *of counsel* del mercado crediticio? Dicha declaración de intenciones, ¿no conllevará que se dulcifique aún más en la práctica la responsabilidad de estas agencias?(48) Y a su vez, ¿no chocará esto mismo con el rol que tienen asignado a día de hoy como auténticas agencias de supervisión, con actividades propias de las autoridades de control de los mercados financieros?(49)

3. Procedimiento de liquidación de las grandes entidades financieras: eliminación del *too big to fail*

Al comienzo del trabajo señalamos que, entre los objetivos expresamente mencionados de la Ley, se encuentra el de erradicar el *too big to fail*. En efecto: hemos examinado diferentes medidas tendentes a prevenir el llamado riesgo sistémico, pero si dichas medidas no consiguen evitar la insolvencia o la caída de una entidad, la cuestión de cómo tratar esta última situación resulta especialmente difícil. Es más, cuando la actual administración estadounidense se planteó cómo tratar a las grandes entidades financieras que «se derrumban», las discusiones se centraron en si se debía seguir acudiendo a los planes de rescate, con el consiguiente coste para el bolsillo de los *taxpayers*, esto es, seguir haciendo realidad

---

la posibilidad de que los Estados flexibilicen estos criterios a las agencias de pequeño tamaño con el fin de no crear barreras de acceso al mercado (art. 6.3).

En tercer lugar, y al igual que hace la *Dodd-Frank Act*, obliga a las agencias a emplear métodos de valoración rigurosos, sistemáticos y constantes, que puedan ser validados, y les impone el deber de hacerlos públicos y de revisarlos periódicamente, deber que se extiende a los modelos e hipótesis fundamentales que utilicen en sus calificaciones crediticias [art. 8, Considerandos (23), (24) y (37)], adoptando medidas que garanticen que la información que utilizan es fiable [Considerando (35)].

En cuarto lugar, y al igual que hemos visto también en la *Dodd-Frank Act*, les impone determinadas medidas de gobierno corporativo [Considerandos (28) y (29), arts. 6 y 7 y Anexo I]. En general, obliga a garantizar una buena gobernanza empresarial y, más en concreto, exige que un tercio al menos de los consejeros sean independientes, que la mayoría de los altos directivos posean conocimientos técnicos adecuados, que establezcan procedimientos administrativos y contables que les permitan garantizar el desarrollo adecuado de las funciones que les impone el Reglamento, que garanticen la independencia de las personas implicadas en la actividad calificadora, así como la prevención y gestión de los eventuales conflictos de intereses que puedan surgir, que identifiquen al analista o analistas responsables, las fuentes de información sustancial utilizadas, los métodos empleados, los significados de las categorías, etc., y que sean transparentes tanto frente al público como frente a las autoridades de supervisión (arts. 11 y 12 y sección E del anexo I).

(48) En nuestro país, ALBA FERNÁNDEZ M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., «Las agencias de *rating*...», *cit.*, p. 149, afirman que la actividad de estas agencias de calificación crediticia «consiste básicamente en suministrar información al mercado *capaz de generar confianza*, atenuando, de este modo, las significativas asimetrías de información» (la cursiva es mía). Más adelante añaden, p. 157, que se trata de un mercado con una estructura oligopolística que viene determinada, de un lado, «por factores económico-empresariales propios de una actividad basada en el capital reputacional». En cuanto a la responsabilidad, señalan —p. 168— que las reclamaciones han sido esporádicas y con éxito nulo.

(49) *V.* ALBA FERNÁNDEZ M. y RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., «Las agencias de *rating*...», *cit.*, pp. 151, 154, 155.

la máxima del *too big to fail*, o si por el contrario se las debía «dejar caer», lo que planteaba el problema del consiguiente daño a todo el sistema financiero. En este último caso, además, el daño se extendía a los propios acreedores, pues el procedimiento de *bankruptcy* regulado en el UCC es lento y costoso[50]. Por eso, se optó al final por una solución intermedia: en adelante, estas entidades se someterán a un procedimiento administrativo, cuyo síndico será una agencia federal (la FDIC). Con este procedimiento, muy similar al de *receivership* ya mencionado[51], se persigue mitigar el riesgo sistémico en caso de «caída» de una de estas entidades y minimizar los daños[52] mediante una actuación mucho más rápida y eficiente, principalmente a la hora de liquidar los activos[53]. Así lo declara la propia *Dodd-Frank Act*[54], que añade que el procedimiento procurará que los acreedores (se

---

(50) La Presidenta de la FDIC, Sheila Bair, puso como ejemplo el proceso concursal abierto sobre Lehman Brothers, del que —dijo— ha consumido ya tras dos años desde su apertura más de mil millones de dólares, y los acreedores aún no saben en qué situación se encuentran sus créditos (conferencia pronunciada en la JFK School of Goverment el pasado 20 de octubre de 2010, que puede visualizarse en <http://www.iop.harvard.edu/Multimedia-Center/All-Videos/Ending-Too-Big-to-Fail-The-FDIC-Financial-Reform>).

Téngase en cuenta, además, que a estas grandes entidades no se les aplica en la práctica el procedimiento de *receivership* previsto en la sección 1821 (c) y (d) del título 12 («Banks and banking») del capítulo 16 («Federal Deposit Insurance Corporation») del *US Code*, procedimiento en el que la FDIC actúa como administrador y que tan buenos resultados ha venido dando para la liquidación de las entidades crediticias de pequeño y mediano tamaño [*v*. SKEEL, D., *The New Financial Deal. Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences*, Hoboken (New Jersey, EE.UU.), 2011, pp. 117 y 118, quien añade, p. 124, que entre 1995 y 2009 la FDIC cerró 99 bancos con activos inferiores a mil millones de dólares, 89 de los cuales tenían activos por menos de 500 millones de dólares, y solamente 20 cuyos activos sobrepasaban mil millones de dólares. *V*. asimismo algunos datos y consideraciones de este procedimiento en MARTÍNEZ ROSADO, J. (2010), «Fusiones y otros medios...», *cit.*]. Aunque la sección 1821 (c) y (d) del título 12 del capítulo 16 del *US Code* prevé asimismo un procedimiento conservativo (*conservatorship*), el de *receivership* (tendente a la liquidación) es el que se ha utilizado en prácticamente todos los casos (apenas hay dos supuestos en que se abrió el *conservatorship*, y de hecho finalizaron en liquidación). No obstante, hoy tenemos dos excepciones: tanto la *Federal National Mortgage Association* («Fannie Mae»), como la *Federal Home Loan Mortgage Corporation* («Freddie Mac») se encuentran sometidas a un procedimiento de *conservatorship.*

(51) *V*. la nota anterior.

(52) De hecho, antes del nombramiento de la FDIC como *receiver*, esta misma entidad y el *Board of Governors* podrán valorar, entre otros aspectos, si la entidad se encuentra *in default* o próxima al mismo, los efectos que podría tener la apertura del procedimiento sobre la estabilidad financiera de EE.UU., sobre las personas de bajos ingresos y otra serie de aspectos, así como por qué el *Bankruptcy Code* no resulta adecuado para la entidad [Sección 203 (a)(2)].

(53) Es significativo en este sentido que la FDIC haya emitido un informe el 18 de abril de 2011 sobre cómo se hubiera llevado a cabo el procedimiento de *Orderly Resolution* regulado por la *Dodd-Frank Act* sobre Lehman Brothers (*v*. un resumen en <http://www.fdic.gov/news/press/2011/pr11076.html>), ya que las conclusiones son altamente reveladoras de la eficiencia de este procedimiento. Así, y entre otras cosas, se puede leer: 1) que hasta febrero de 2011, los gastos del procedimiento de *bankruptcy* en abogados y otros profesionales, principalmente en concepto de administración de los activos del deudor, supera la escalofriante cifra de 1.200 millones de dólares; 2) que el título II de la *Dodd-Frank Act* podría haber sido utilizado para efectuar una venta rápida, ordenada y transparente de los activos de Lehman, venta que hubiera permitido a los acreedores recuperar mucho más que en el procedimiento de *bankruptcy*, y todo ello sin coste alguno para los contribuyentes. En concreto, se estima que, dada la capacidad de la FDIC de llevar a cabo una venta rápida y estructurada de los activos, así como de proveer de liquidez a la empresa para poder continuar con las operaciones que generan valor, los acreedores no asegurados podrían haber recuperado el 97 por ciento de sus pretensiones; 3) entre las facultades de la FDIC en dicho procedimiento cabe citar la ya mencionada capacidad de suministrar liquidez y la rapidez con que puede adquirir y vender activos, pero también la de efectuar un plan de resolución con mucha mayor rapidez y la mayor flexibilidad para realizar transacciones.

(54) Sección 204(a). Los apartados (1) a (5) de la Sección 206 añaden que la FDIC se asegurará de que dichas previsiones sean una realidad y que las medidas se adopten teniendo en cuenta la estabilidad financiera de EE.UU., y no con el fin de que la entidad sobreviva.

entiende, los no asegurados), los accionistas y los auténticos culpables de la situación sean quienes soporten las pérdidas[55].

Desde un punto de vista subjetivo, el procedimiento se dirige especialmente a las *bank holding companies* y a las entidades financieras no bancarias de gran tamaño, esto es, a aquellas entidades que pueden llegar a poner en peligro la estabilidad financiera de los Estados Unidos[56].

No debemos pensar que, por simetría con nuestro concurso de acreedores, a dicho procedimiento se someterán únicamente las entidades insolventes. Lo que solemos denominar «presupuesto objetivo» del proceso es mucho más amplio que el que recoge el art. 2 de nuestra LC, si bien es cierto que tiene como común denominador que afecta a las entidades con dificultades económicas. La sección 203(c)(4) de la *Dodd-Frank Act* dispone, en efecto, que una entidad se considera en *default or in danger of default* cuando se encuentre en situación de quiebra (de que se abra el procedimiento previsto en el *Bankruptcy Code*) o en situación próxima, cuando haya incurrido en pérdidas que le puedan hacer perder todo o una parte sustancial de su capital, cuando sus activos se encuentren por debajo de las obligaciones que tenga contraídas frente a los acreedores o cuando sea incapaz de pagar sus obligaciones en el curso normal de negocios. En definitiva, el presupuesto objetivo se regula de una manera mucho más «generosa» que en nuestra LC, lo que obedece sin duda al peligro que representan estas entidades para la estabilidad económica del país.

Desde el punto de vista procesal, este procedimiento es conocido como el de las «three keys turning»[57], correspondiendo abrir la puerta al Secretario del Tesoro, al *Board of Directors* de la Reserva Federal y al Consejo de la FDIC (la SEC en el caso de bancos de inversión y la *Federal Insurance Office* en caso de entidades aseguradoras): si el Secretario del Tesoro concluye que la entidad está *in default or in danger of default*, una mayoría de dos tercios de estos últimos Consejos deberán recomendar dicho proceso y, previa consulta con el Presidente, el Secretario podrá iniciar el procedimiento nombrando a la FDIC como administradora (Sección 203).

Dicho procedimiento se regula básicamente —en lo no especificado en el título II de la *Dodd-Frank Act*— por el *Bankruptcy Code*, esto es, por el título 11 del *US Code* [Sección 202 (c)(1)] y, a grandes rasgos, se diferencia del mismo en que se trata de un procedimiento administrativo en el que la FDIC es nombrada administradora o *receiver* [Sección 204 (b)][58]. El nombramiento como *receiver* tendrá por lo general una duración de 3 años

---

(55) El que ni acreedores ni accionistas vean satisfechos sus créditos tiene, en palabras de SKEEL, D., *The New Financial Deal..., cit.*, p. 132, la función de evitar que asuman riesgos muy elevados, estén deseosos de prestar dinero a la sociedad y, en cambio, apenas quieran vigilar la compañía.

(56) A tal categoría pertenecen las entidades cuyos activos están valorados en más de 50 millones de dólares (actualmente hay 36 según SKEEL, D., *The New Financial Deal..., cit.*, p. 152), y las que —como vimos— hayan sido designadas como importantes desde el punto de vista del riesgo sistémico por el *Financial Stability Oversight Council*.

(57) SKEEL, D., *The New Financial Deal..., cit.*, p. 121.

(58) Mientras en el procedimiento de *bankruptcy* el órgano de administración sigue dirigiendo la sociedad, no ocurre así ni en el de *receivership* ni en el recién creado procedimiento para los grandes bancos. Por eso, la *Dodd-Frank Act* señala que si los administradores solicitan el concurso, las agencias reguladoras de los bancos pueden decidir llevar el caso a la «resolution authority».

[Sección 202 (d)(1)], y la FDIC podrá incluso proveer fondos en forma de préstamos para diversas finalidades (adquisición de activos, etc.), fondos que, en su caso, tendrán prioridad en lo que se refiere a su devolución [Sección 204 (d)].

Por lo demás, el procedimiento intenta mantener a la compañía en funcionamiento, para lo cual declara la continuidad de determinados contratos necesarios a tal efecto [alquiler de instalaciones, etc., *v.* la sección 210 (c)], contratos en los que la otra parte no está asegurada en muchos casos. También permite rescindir aquellos pagos realizados en fraude de acreedores en los dos años anteriores al nombramiento de la FDIC como administradora, así como los pagos realizados a los *insiders* en los 90 días anteriores [Sección 210 (a)(11)], etc. En este mismo sentido, y dado que el procedimiento tiene por objeto mitigar o controlar en la medida de lo posible el riesgo sistémico, la *Dodd-Frank Act* introduce dos grupos de reglas tomadas del procedimiento de liquidación de bancos. En primer lugar, las relativas a los contratos financieros cualificados (*derivatives*), consistentes en que las cláusulas *ipso facto* no tendrán aplicación durante un día [Sección 210 (10)(F)][(59)], y en que los contratos maestro serán tratados como un contrato único, de manera que si hay un acuerdo marco que cubra toda una variedad de transacciones con una misma parte, la FDIC deberá dar el mismo trato a todos los contratos, manteniéndolos o repudiándolos [Sección 210 (c)(8)(D)(viii)]. En segundo lugar, la FDIC tiene amplios poderes sobre el «presupuesto» de la entidad, ya que puede comprar o garantizar activos, prestar dinero a la entidad —en cuyo caso dichos préstamos tendrán carácter prioritario en cuanto a su devolución— [Sección 210 (b)(2)], etc.

A la hora de valorar las medidas incluidas en la *Dodd-Frank Act* cabe realizar toda una serie de consideraciones.

En primer lugar, la toma de posicionamiento respecto a la regla general, esto es, el deseo de volver a evitar los planes de rescate y, por consiguiente, de permitir la «caída» de una entidad de grandes dimensiones, merece en nuestra opinión una valoración positiva de principio. Si se quiere, más que la caída, el cambio de mentalización social respecto a este tema que está previsto que tenga lugar, pues entendemos que dicho cambio —de producirse— se traducirá en una gobernanza empresarial más eficiente a medio y largo plazo y que evitará la tantas veces criticada —con razón— política cortoplacista de obtención de beneficios por las consecuencias a que puede llevar a medio-largo plazo.

En segundo lugar, estamos ante un tema en el que existe una gran diferencia entre lo que ya es una realidad en EE.UU. y lo que está ocurriendo en Europa y, más en concreto, en nuestro país. Como es sabido, nuestra legislación no contiene un procedimiento con-

---

Por otra parte, aunque en el procedimiento de *receivership* que se aplica para las liquidaciones de los bancos de pequeño y mediano tamaño la FDIC también actúa como administrador, SKEEL, D., *The New Financial Deal..., cit.*, p. 121, señala que en el regulado por la *Dodd-Frank Act* la FDIC actúa con suma discreción y no de oficio, ya que —como decíamos— hay «three decisions makers». Añade —p. 122— que mientras el *bankruptcy* es un proceso de negociación entre deudor y acreedores, el procedimiento de *receivership* con bancos pequeños y medianos es discreto, opaco y con gran discreción administrativa a favor de la FDIC —esta última, básicamente, negocia con un *large bank* para que adquiera los activos—.

(59) Por virtud de estas cláusulas, en caso de insolvencia o concurso, la otra parte de un contrato de *swap* puede cancelar el contrato. Esta cláusula es válida y eficaz en el procedimiento de *bankruptcy*, pero si todas las partes cancelaran sus contratos y vendieran sus garantías (*collateral*) ello podría hacer bajar el precio de los activos y exacerbar la crisis. Por eso, la *Dodd-Frank Act* dispone que la FDIC tiene hasta las 17:00 h del día hábil siguiente para decidir qué hacer con dichos contratos (mientras tanto quedan en suspenso dichas reglas), esto es, si paga o decide cancelarlos.

cursal especial para las entidades de crédito: el art. 1 de la LC dispone que «la declaración de concurso procederá respecto de cualquier deudor, sea persona natural o jurídica», y solamente a lo largo de la Ley se encuentran muy contadas especialidades en relación con el concurso de una entidad de crédito. Así, la contenida en el art. 27.2.2.º, a tenor del cual en el caso de concurso de una entidad de crédito será nombrado administrador, en lugar del acreedor, el Fondo de Garantía de Depósitos que corresponda; o las especialidades previstas para determinados contratos y garantías en la disposición adicional segunda, que aunque lleva por título «Régimen especial aplicable a entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras», en el fondo lo que contiene es —como decíamos— determinadas especialidades relativas a ciertos contratos. Lo anterior lo corrobora el hecho de que la Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito, posterior por tanto a la LC, confirmara la opción de esta última, ya que considera como medida de saneamiento de dichas entidades en España la apertura de la declaración de concurso y como procedimiento de liquidación la apertura de la fase de liquidación del mismo (art. 5)[60].

Se comparta o no la opinión de que el concurso constituye una medida de saneamiento de las entidades de crédito, lo cierto es que la posibilidad de que una entidad de este tipo sea declarada en concurso requiere algo más que una matización. Con otras palabras, la LC puede dar a entender que en nuestro Derecho no es aplicable la máxima *too big to fail*, pero la afirmación se desvanece si tenemos en cuenta que el más reciente RD-Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, contiene tres medidas en su disposición adicional tercera cuyo efecto es excluir a las entidades de crédito de la normativa concursal, ya que desde el momento en que una de dichas entidades comunica al Banco de España que va a iniciar uno de los tres procedimientos de reestructuración que regula (para los cuales no es necesario encontrarse en una situación de insolvencia, sino únicamente presentar «debilidades en su situación económico-financiera que […] pudieran poner en peligro su viabilidad» (arts. 6 y 7 del RD-Ley)[61], las entidades de crédito quedan exoneradas del deber de solicitar la declaración de concurso, y si a pesar de ello deciden solicitarlo o es un acreedor quien lo solicita, el juzgado competente no proveerá las solicitudes de concurso que puedan presentarse. Además, en caso de que el Banco de España haya acordado la sustitución provisional de

---

(60) De manera gráfica, DEL GUAYO CASTIELLA, I., «Paraconcursalidad preventiva...», *cit.*, p. 459, afirma en relación con las entidades financieras que «el propio concurso de acreedores (concebido como un instrumento jurídico dirigido, primariamente, a la satisfacción de los acreedores y, derivadamente, en la medida en que aquella satisfacción lo permita y/o promueva, al mantenimiento de la actividad del sujeto en concurso) se ha convertido en un instrumento de saneamiento, como lo dispone, a ciertos efectos, y sobre determinadas entidades de crédito, el art. 5 de la LSYLEC, a cuyo tenor la apertura de un concurso de acreedores (antes de la apertura de la fase de liquidación), contra determinadas entidades de crédito (las contempladas en el art. 2), se ha convertido, ya sin ambages, en una *medida de saneamiento*».

No nos olvidamos de lo que se han denominado medidas preventivas, entre las que destacan las previstas en los arts. 31 y 38 LDIEC, que contienen diversas medidas administrativas para el control de la situación financiera de las entidades de crédito y de las sociedades de inversión, entre las que destaca la intervención de la entidad (v. DEL GUAYO, I., *ob. cit.*, p. 459).

(61) Sobre los procedimientos de reestructuración que prevé el RD-Ley 9/2010, y por todos, CASTILLA CUBILLAS, M., «Despolitización de las cajas de ahorros y *test de estrés*», en *Derecho de los Negocios*, núm. 243, diciembre de 2010, pp. 5 a 19.

los órganos de administración y dirección de la entidad por el FROB, la legitimación para solicitar la declaración de concurso corresponderá exclusivamente a éste[62].

Lo anterior —todo hay que decirlo— debe completarse o matizarse señalando que, aunque es cierto que en EE.UU. la *Dodd-Frank Act* crea un procedimiento administrativo de liquidación de las grandes entidades financieras, también lo es que existían —y siguen existiendo— dos procedimientos concursales especialmente idóneos para las entidades financieras de pequeño y mediano tamaño a los que ya nos hemos referido. Como también hemos señalado, el de liquidación o *receivership* (único utilizado en la práctica) ha venido dando muy buenos resultados, y de hecho es el que ha inspirado la regulación del título II de la Ley. A lo que iba: esos buenos resultados se han debido, además de a las bondades del procedimiento, a que las entidades sujetas al mismo no tenían carácter sistémico, pero obsérvese que en España la situación es muy distinta, pues el número de entidades de crédito que existen es muy pequeño, y la alarma social que acarrearía el concurso de una entidad sería mucho mayor que la que ha tenido la liquidación de una entidad de crédito en EE.UU. conforme al procedimiento de *receivership*. A ello hay que añadir las dudas que suscita la capacidad de los Fondos de Garantía de Depósitos para hacer frente a las coberturas que tienen obligación por ley en caso de concurso de varias entidades de cierto tamaño, pues el aumento de estas últimas no ha venido acompañado de un aumento correlativo de las contribuciones que las distintas entidades de crédito deben realizar a dichos Fondos (téngase en cuenta, en este sentido, que no se conoce un procedimiento en el que la FDIC no haya hecho frente a los créditos asegurados por la misma). Tal vez por todo ello en España nos encontramos todavía en plena «fase» de rescates de las entidades con cargo al erario público, sin perjuicio de que se estén intentando poner las bases para que ello no suceda en el futuro.

4. Mayor transparencia en el mercado de derivados

Los llamados productos derivados no son ni mucho menos un «invento» reciente. Es más, puede decirse que gozan de una historia más bien larga y que el hecho de que la *Financial Crisis Inquiry Commission* haya concluido que una de las causas más importantes de la crisis haya sido las lagunas en la regulación de los mismos no es nueva[63], pues ya se culpó a estos productos de contribuir a la crisis financiera que condujo a la gran depresión de 1929. La falta de regulación sorprende más si se tiene en cuenta que ya en 1936 el Congreso promulgó la *Commodity Exchange Act*, que creó la *Commodity Exchange Authority*, predecesora de la actual *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC). Cuando se pactó la primera permuta de tipos de interés entre el Banco Mundial y la IBM,

(62) Cuanto acabamos de señalar no ha pasado por alto a la doctrina, que ya ha venido a señalar esto mismo. *V.* PÉREZ TROYA, A., «Las especialidades concursales de las entidades de crédito ante la crisis financiera», en *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad de Alcalá*, III 2010, pp. 247, 248 y 255.

(63) Conclusiones del *Informe cit.*, p. xviii. Las palabras de la FCIC son realmente duras: «More than 30 years of deregulation and reliance on self-regulation by financial institutions, championed by former Federal Reserve chairman Alan Greenspan and others, supported by successive administrations and Congresses, and actively pushed by the powerful financial industry at every turn, had stripped away key safeguards, which could have helped avoid catastrophe. This approach had opened up gaps in oversight of critical areas with trillions of dollars at risk, such as the shadow banking system and over-the-counter derivatives market».

la CFTC y la SEC acordaron que ambos reguladores tendrían poder jurisdiccional sobre los futuros y derivados (Shad/Johnson Accord). Téngase en cuenta que el mercado OTC (*over-the-counter*)(64) de derivados «mueve» *$615 trillion* anualmente, lo que le convierte en el mercado financiero más grande del mundo(65).

La *Dodd-Frank Act* introduce un profundo cambio en el mercado OTC de derivados, que en gran parte se ha criticado por la visión negativa o con prejuicios con que tanto el legislador como grandes sectores de la sociedad contemplan este mercado. En contra de esta visión negativa, y siguiendo con estas ideas introductorias, se han señalado varios argumentos. Así, y desde el punto de vista de la práctica, se afirma que incluso desde que comenzó la crisis actual hay segmentos del mercado OTC de derivados que se han expandido, hasta el punto de que la facturación de este mercado aumentó un 2% en la segunda mitad de 2009(66) (también hay que añadir que sufrió un notable descenso en su facturación a lo largo de 2010(67), entre cuyas causas tal vez quepa incluir la aprobación de la Ley objeto del presente comentario). En segundo lugar, también se ha señalado que las críticas se han centrado en la naturaleza opaca de los productos financieros y en el mal uso que —se dice— se ha hecho de los mismos, pero que estas mismas voces críticas no han prestado atención al hecho de que la mayor parte de las pérdidas producidas por la crisis económica se han debido al fenómeno de la titulización y, de manera más específica, a las obligaciones de deuda garantizadas (*collateralized debt obligations*, CDO), con valores respaldados por hipotecas sobre viviendas. Por último —se dice—, miles de derivados se han venido contratando con propósitos legítimos y, de hecho, se han comercializado en el mercado OTC sin ruido alguno, ya que la inmensa mayoría de ellos colocaron el riesgo tal y como exigían unas prácticas de negocio prudentes, ordenadas y eficientes, como demuestra el hecho de que la mayor parte de los mismos (las permutas financieras de intereses) son utilizadas por miles de empresas para gestionar los riesgos(68).

Se compartan o no las apreciaciones anteriores, lo cierto es que —como decíamos— la *Dodd-Frank Act* introduce una profunda reforma en el mercado OTC de derivados, reforma que se irá implementando conforme la SEC y la CFTC promulguen la numerosa reglamentación que está prevista (Sección 712). La Ley se refiere a este tema en el extenso título VII («Wall Street Transparency and accountability»), cuyos aspectos más destacables son los siguientes.

En primer lugar, y con carácter global, la actividad supervisora de los *swaps* (definidos de manera amplísima en la Sección 721) se encomienda a la CFTC, salvo para aquellos *swaps* que impliquen titulización, en cuyo caso la supervisión corresponde a la SEC. Esta supervisión global tiene múltiples consecuencias. Por poner dos ejemplos de cierta impor-

---

(64) DODD, R., «The Structure of OTC Derivatives Markets», en *The Financier*, vol. 9, núms. 1-4, 2002, p. 4, afirma que un mercado OTC era aquel que estaba organizado de manera informal, pero que en la actualidad se refiere a un mercado bien organizado pero en el que apenas existe supervisión.

(65) *V*. estas ideas en K&L GATES, *K&L Gates Global Government..., cit.*, p. 14.

(66) En cuanto al aumento de facturación, *v*. la información suministrada por el Bank for International Settlements en <http://www.bis.org/press/p101116.htm>.

(67) *V*. Bank for International Settlements en <http://www.bis.org/press/p101116.htm>.

(68) K&L GATES, *K&L Gates Global Government..., cit.*, p. 14.

tancia, tanto la CFTC como la SEC podrán prohibir a una entidad domiciliada en un país extranjero participar en un mercado de derivados en EE.UU. si dicha participación puede poner en peligro la estabilidad del sistema financiero en EE.UU. (Sección 715), y ambas entidades reguladoras deberán recibir la notificación de cualquier producto derivado nuevo a efectos de determinar si se trata de un valor o no (Sección 718).

En segundo lugar, las entidades dedicadas a las permutas de intereses sobre las que se haya abierto un procedimiento de *receivership* no podrán recibir fondos públicos para su rescate. La Ley extiende a estas entidades, por tanto, su parecer contrario al *too big to fail* [Sección 716 (i)].

En tercer lugar, y salvo las excepciones que menciona la propia Ley, los derivados deberán ser compensados en una institución de compensación (Sección 723) con el fin de minimizar el riesgo en el crédito(69). Estas cámaras de compensación deberán reunir toda una serie de requisitos (inscripción obligatoria, requisitos financieros mínimos que permitan su sostenimiento y el cumplimiento de sus obligaciones, etc., Sección 725).

En cuarto lugar, la Ley encomienda al regulador el establecimiento de requisitos de capital y de liquidez más exigentes para las entidades que realizan este tipo de operaciones, especialmente para los *swap dealers* y los *major swap participants*, que deberán asimismo inscribirse en el registro llevado por la CFCT (Sección 731). Por eso, se espera que el coste de margen sea más alto, y que las empresas deban hacer frente a elevadas cantidades en capital adicional y en liquidez.

En quinto lugar, la nueva regulación incidirá sobre todas las etapas que se suceden en la transacción de un derivado OTC: diseño del producto, negociación, documentación, compensación, almacenamiento de datos y actividades posteriores. Como decíamos, los derivados «titulizados» estarán supervisados por la SEC, mientras que los demás por la CFTC. En particular, la *Dodd-Frank Act* impone a los *major swaps* y a los *swap dealers* la obligación de grabar las conversaciones telefónicas, correos electrónicos y mensajes que empleen en la contratación de derivados (téngase en cuenta que la mayor parte de la contratación comienza con una llamada telefónica); la obligación de conservar los documentos necesarios para poder reconstruir la negociación; y el deber de los *swap dealers* que actúen como asesores de actuar en interés de la entidad protegida y recomendar el *swap* que mejor se acomode (razonablemente) a dicha entidad (v. Sección 764).

En suma, el mercado OTC de derivados sufrirá una profunda transformación a lo largo de los próximos años, con lo que se espera mitigar los riesgos de las partes intervinientes y mejorar la transparencia de los precios.

Para terminar este apartado, conviene señalar que nuestro derecho ha reformado recientemente los mercados de futuros y opciones a través del Real Decreto 1282/2010, de

(69) Los *swaps* no compensables son los celebrados por una entidad no financiera, por un «swap dealer» o por un «swap participant» con el fin de cubrir o mitigar los riesgos de la operación en cuestión, siempre que comuniquen a la agencia reguladora que corresponda que cumplen y cómo lo hacen con sus obligaciones relativas a los *swaps* no compensables. Entidad financiera incluye todas aquellas entidades ligadas predominantemente en actividades bancarias o financieras (*swap dealers, major swap, commodity pools, hedge funds,* etc.), si bien la CFTC y la SEC pueden excluir de las mismas a las pequeñas instituciones de depósito, a las instituciones del sistema de crédito agrícola y a las *credit unions* con activos no superiores a 10.000 millones de dólares.

15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados. No se trata, ni mucho menos, de una reforma comparable a la que acabamos de ver que se ha producido en Estados Unidos, pero sí interesa señalar que, entre los objetivos de la misma, se encuentran el de equiparar nuestra regulación a los estándares normativos de los mercados internacionales, el de facilitar la introducción de nuevos productos, servicios y líneas de negocio en los mercados españoles de instrumentos financieros derivados (para lo que se amplían los productos negociables y registrables en estos mercados, de manera que en adelante, además de los futuros y opciones, se incluye el amplio electo de instrumentos financieros derivados enunciados en el art. 2 LMV), y el de reducir el riesgo sistémico asociado principalmente a la compensación y liquidación de los contratos de instrumentos financieros derivados (párrafo tercero del Preámbulo), para lo que se regula un nuevo sistema de aportación de garantías por los miembros del mercado y la posibilidad de utilizarlas por parte de la sociedad rectora en caso de que se produzcan incumplimientos (capítulo V, arts. 23 a 27). Entre las novedades, destaca la consistente en la posibilidad de instaurar un sistema de registro contable de doble escalón, formado por el registro central a cargo de la sociedad rectora, como viene funcionando en la actualidad, y por los eventuales registros de detalle a cargo de los miembros autorizados a actuar como registradores (art. 6).

5. Protección del consumidor financiero: la *Consumer Financial Protection Bureau*

Tal vez la medida de cuantas recoge la Ley que más ha trascendido a la opinión pública en los países de la Unión Europea es la creación de una Oficina de Protección del Consumidor Financiero. Como en seguida vamos a ver, la Oficina viene a colmar una gran laguna que existía en Estados Unidos. En efecto, en aquel país existía (y todavía existe) una falta de información y de protección al consumidor de productos financieros, máxime teniendo en cuenta que la complejidad de éstos no ha hecho sino aumentar con el tiempo. De ahí que el título X de la *Dodd-Frank Act*, conocido como *Consumer Financial Protection Act* de 2010, cree una nueva agencia federal, la Oficina de Protección del Consumidor Financiero [Sección 1011 (a)], que tendrá amplios poderes —sin precedentes en EE.UU.— sobre los proveedores de productos y servicios financieros a consumidores [Sección 1011(a)], actuando a modo de «abogado de los consumidores»[(70)]. De hecho, la propia Ley prevé el traspaso de todas las funciones relativas a la protección de los consumidores financieros de las demás entidades reguladoras a dicha Oficina (Sección 1061).

Para garantizar su independencia (el cumplimiento de su finalidad, en definitiva), su director es nombrado por el Presidente de los EE.UU. y ratificado por el Senado, con una duración de 5 años [Sección 1011(b) y (c)], y cuenta asimismo con un presupuesto propio dotado por la *Federal Reserve* (Sección 1017). La Agencia nombrará asimismo un Defensor del Pueblo [*Ombudsman*, Sección 113 (a)(5)], y para el cumplimiento de sus funciones creará en su seno varias oficinas: la del Préstamo Justo y de la Igualdad de Oportunidades, que como su propio nombre indica velará por que se cumpla la normativa de acceso al

(70) <http://www.ftc.gov/bcp/consumer.shtm>.

crédito de manera justa y no discriminatoria [Sección 1013 (c)], la de Educación Financiera, la *Office of Service Members Affairs* y la de Protección Financiera *for old Americans* [Sección 1013 (c), (d), (e) y (g) respectivamente].

Entre sus amplios poderes figura la potestad reglamentaria, de manera que la cuantiosa reglamentación que se prevé que emanará de este órgano en los próximos años con el fin de proteger a los consumidores de manera rápida y eficaz ante eventuales prácticas abusivas que se detecten no tendrá que «pasar» por el Congreso. En concreto, la Oficina está facultada para promulgar —entre otras— normas que requieran un registro de los proveedores de servicios y productos financieros a consumidores no bancarios o que prohíban actos y prácticas abusivas, engañosas y desleales (Sección 1021).

Desde un punto de vista material, la Oficina regulará la oferta y suministro de productos y servicios financieros a los consumidores con el objetivo principal de proteger a éstos. Y es que entre los objetivos de la Oficina se encuentran el de asegurar que los consumidores reciban información pronta y clara, la protección de éstos frente a los actos y prácticas abusivas, engañosas y desleales, la eliminación de la normativa que imponga cargas innecesarias o no debidas, la aplicación de la normativa de protección de los consumidores de manera «consistente», esto es, independientemente de lo poderosa que sea la otra parte, así como, en general, asegurar la transparencia y eficiencia del mercado de productos y servicios financieros para los consumidores (Sección 1031). Con todo, la supervisión no alcanzará a las entidades aseguradoras, a los vendedores de automóviles, *retailers* ni a las pequeñas instituciones de depósito que no suministren productos o servicios financieros (Secciones 1027 y 1029). Se prevé asimismo que responda a todas las quejas, sugerencias, etc. que planteen los consumidores en un tiempo razonable (Sección 1034).

Como es evidente, la eficacia de la Oficina va a depender en gran medida del grado de cumplimiento no ya de sus recomendaciones, sino en general de toda la normativa que emane de la misma. Para garantizar esto último, la *Dodd-Frank Act* prevé fuertes sanciones y un sinnúmero de medidas. Aquéllas podrán consistir en la rescisión o la modificación del contrato, la devolución del importe o del bien inmueble, la restitución, compensación por enriquecimiento injusto, los daños económicos, la limitación de las actividades o funciones de la empresa o de la persona, la notificación pública del incumplimiento, incluyendo los costes, y en sanciones pecuniarias de hasta 5.000 dólares por día (25.000 dólares diarios en caso de infracción «temeraria» y hasta de un millón también diarios por incumplimientos dolosos, *knowing violation*). Es más, la propia Ley reconoce legitimación a la Oficina de Protección del Consumidor para iniciar un procedimiento tendente a la imposición de una sanción civil o para, en general, obtener el cumplimiento de la normativa federal de protección al consumidor financiero [Sección 1054 (a)]. Entre las medidas de apoyo a los consumidores está prevista la creación de una línea telefónica gratuita en la que éstos podrán informar de los problemas que tengan con cualquier tipo de productos, la creación de una Oficina de Educación Financiera, etc.

Pasando al plano de las valoraciones, no puede negarse que la creación de la Oficina merece una opinión positiva. Así lo han señalado numerosos autores en EE.UU., resaltando el aumento de la información cualitativa que tendrá para los consumidores o el hecho

de que esté encargada de supervisar la normativa de protección de éstos[71]. En nuestro país, contamos con diferentes instituciones que vienen a cubrir dicho papel por sectores: Defensor del Inversor, Defensor del Asegurado, Defensor del Cliente (en el sector bancario), etc., a lo que cabe añadir la enorme profusión legislativa de los últimos años en materia de consumo. Baste recordar la Ley 44/2006, de 29 de diciembre, de Mejora de la Protección de los Consumidores y Usuarios; la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores; la Ley 43/2007, de 13 de diciembre, de protección de los consumidores en la contratación de bienes con oferta de restitución del precio y, en especial, el RD Leg. 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley General de Defensa de los Consumidores y Usuarios.

6. Reforma de la regulación de los préstamos hipotecarios

La nueva regulación sobre los préstamos hipotecarios se contiene en el extenso título XIV, que la propia Ley señala que deberá ser citado o denominarse «Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act». Comienza señalando que el Parlamento estadounidense considera que la estabilidad económica mejorará con la protección, limitación y regulación del crédito hipotecario sobre la vivienda y de las prácticas relativas a dicho crédito, garantizando a la vez que hipotecas asequibles sean disponibles para los consumidores. Añade, en esta línea, que el propósito del título XIV de la Ley es asegurar que se ofrece a los consumidores, y que éstos reciben, préstamos hipotecarios sobre vivienda en términos que reflejen razonablemente su capacidad para devolverlos y que sean entendibles y no injustos, engañosos ni abusivos (Sección 1402).

Antes de ocuparnos de su contenido, conviene comenzar señalando que, en la línea que ya hemos examinado de favorecer la estabilidad financiera, las competencias de supervisión sobre las instituciones que conceden préstamos hipotecarios (cerca de 700) se transfieren de la *Office of Thrift Supervision* (OTS) al *Board of Governors*, la *Office of the Comptroller of the Currency* y la FDIC, según el tipo de entidad [v. Secciones 311 y 312]. Téngase en cuenta que, a comienzos de 2010, la OTS se ocupaba de la regulación de cerca de 700 *thrifts*[72], instituciones que se han centrado tradicionalmente en los préstamos hipotecarios y de las que —se decía— una de sus ventajas —no la única, pues gozaban asimismo de importantes excepciones en lo que a la regulación se refiere— consistía en tener un regulador específico centrado en sus especiales peculiaridades. Como es evidente, esta medida se dirige a uniformar el tratamiento que se dé a los *thrifts* y a los bancos nacionales, hasta el punto de que no sería de extrañar que un buen número de aquéllos se

---

(71) COOLEY, T., GABAIX, X., LEE, S., MERTENS, T., MORWITZ, V., SANTANA, S., SCHMEITS, A., VAN NIEUWERBURGH, S. y WHITELAW, R., «Consumer Finance Protection», en ACHARYA, V. V., COOLEY, T. F., RICHARDSON, M. y WALTER, I., *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Willey & sons, 2011, p. 79, si bien también manifiestan preocupación porque importantes «activos» de los consumidores no queden bajo la supervisión de la Oficina (compraventas y alquileres de automóviles...).

(72) Resulta complejo traducir *thrift* al español. En el *Dictionary of Finance and Investment Terms* de DOWNES, J. y GOODMAN, J. E., 8.ª ed., 2010, p. 763, se dice que se trata ante todo de instituciones creadas esencialmente como depositarias de los ahorros de consumidores y cuyos depósitos se han destinado principalmente al mercado hipotecario de vivienda. El término *thrift* comprende varias instituciones, como los *saving and loan association* o los *saving banks*.

acaben transformando en estos últimos. Con otras palabras, los bancos se convertirán en las instituciones de depósito hegemónicas, mientras que los *thrifts* y las mutuas perderán peso (estas últimas porque captar capital es más complejo para ellas y porque —como ya hemos señalado— es de esperar que la implementación de la *Dodd-Frank Act* traerá exigentes requisitos de capital)[73].

Volviendo al título XIV de la Ley, cabe destacar lo siguiente.

Se establecen nuevos y exigentes requisitos para los *mortgage originators*. Esta figura tiene contornos muy amplios y puede decirse que comprende a quienes comercializan préstamos hipotecarios sobre vivienda en sentido lato, incluyendo no ya solamente a los prestamistas, sino también a todo tipo de intermediarios: quienes solicitan el préstamo por cuenta del consumidor, los asesores de éste y quienes se ofrecen a negociar la solicitud o los términos del préstamo hipotecario (Sección 1401). La Ley especifica que deberán cumplir con su deber de diligencia (que incluye estar debidamente cualificados y en posesión de una licencia o haberse inscrito como tales, Sección 1402), establece límites a su remuneración (no podrá variar según los términos del contrato, sino únicamente en función del principal), así como que únicamente podrán recibir cantidades del consumidor, salvo que éste no pague (Sección 1403).

En segundo lugar, la *Dodd-Frank Act* prevé que las agencias reguladoras competentes promulgarán normas que prohíban a los *mortgage originators* «animar» o inducir a los consumidores a celebrar préstamos cuando la capacidad de pago —de devolución— no sea razonable, o alentar a la celebración de ningún tipo de préstamo que tenga características predatorias (pagos excesivos, términos abusivos, etc.). Tampoco podrán comprometerse en ningún tipo de actividad crediticia de carácter abusivo o injusto que contenga trato dispar en función de la raza, género o edad del consumidor, entre otros factores, ni podrán falsear el historial crediticio del consumidor o de los préstamos disponibles para él/ella (Sección 1403).

En tercer lugar, la *Dodd-Frank Act* contiene asimismo una regulación nueva sobre los préstamos hipotecarios sobre vivienda, algunas de cuyas medidas nos recuerdan a la normativa MiFID introducida en la Unión Europea. En concreto, la normativa de desarrollo de la Ley obligará a los acreedores a hacer una determinación razonable y de buena fe, basada en información documentada y verificada, de que el consumidor tiene capacidad para devolver el préstamo, no ya únicamente el solicitado, sino también cualquier otro préstamo asegurado con la misma garantía que sea conocido por el acreedor, incluyendo los impuestos, seguros y tasaciones correspondientes. Al realizar esta evaluación, el acreedor deberá tener en cuenta los ingresos actuales del consumidor y sus expectativas razonables de ingresos, así como sus obligaciones actuales, su estatus laboral y otros recursos financieros (art. 1411).

Para facilitar el cumplimiento de la carga de determinar la capacidad de pago del cliente, la Ley establece con cierto grado de flexibilidad, esto es, concediendo la posibilidad de revisar estos criterios según el caso, lo que se denomina un *«plan vanilla»*, esto es, una serie de requisitos que, en caso de darse, permiten presumir que el deudor tiene capacidad

(73) Cfr. K&L GATES, *K&L Gates Global Government..., cit.*, pp. 8 y 9.

para devolver el crédito. Esto último se presume, en efecto, cuando el préstamo hipotecario pueda calificarse de *«qualified Mortgage»*, esto es, cuando reúna toda una serie de requisitos, entre los que figuran la verificación y documentación de los ingresos y activos del consumidor, el hecho de que el esquema de pagos contenga la entera amortización del préstamo —incluidos impuestos, seguro y cualquier otro concepto—, que las comisiones y demás gastos no excedan del 3% del total del préstamo o que el período de devolución no exceda de 30 años (Sección 1412).

También se prevén nuevas obligaciones de transparencia, que pueden resumirse señalando que la Ley obliga a suministrar una mejor información al consumidor. Por poner dos ejemplos, se deberá comunicar a este último la cantidad total que deberá satisfacer en concepto de intereses, expresándolo como un porcentaje sobre la cantidad principal del préstamo, y en el caso de que se trate de un interés variable el máximo que tendrá que pagar, y se establece asimismo la obligación de notificar al deudor el cambio en el tipo de interés con una antelación de 6 meses cuando éste pase de fijo a variable (Sección 1418). También se le deberá suministrar un extracto mensual con los datos más relevantes del préstamo (principal, tipo de interés actual, etc., Sección 1420).

La Ley realiza también algunos ajustes en lo que se refiere a los préstamos hipotecarios de alto coste (esto es, aquellos cuyo tipo de interés se sitúa por encima de los parámetros que establece la Sección 1431). Además de disminuir el umbral para que sean considerados como tal (con el consiguiente aumento de protección al consumidor), se prohíbe —entre otras medidas— el cobro de penalizaciones por adelantado, el recomendar dichos préstamos a los consumidores que hayan dejado de pagar su crédito, se limitan los gastos por lo general a un 4% de las cantidades debidas con anterioridad a la «renegociación» del préstamo, o se prohíbe asimismo el cobro de comisiones por la modificación o extensión de un préstamo de este tipo (Sección 1433).

En cuarto lugar, la *Dodd-Frank Act* crea la Oficina de Asesoramiento de la Vivienda en el seno de la *House and Urban Development* con el fin, entre otras cosas, de prestar asesoramiento tanto en lo que se refiere a la compra como al alquiler y llevar a cabo los estudios que se le encomienden sobre las prácticas abusivas, engañosas o sin escrúpulos relativas a los préstamos hipotecarios (Sección 1442).

Por último, la Ley establece una serie de requisitos relativos a las actividades de tasación. Como regla general, ningún acreedor podrá conceder crédito en forma de hipoteca de alto riesgo a un consumidor si no obtiene previamente una valoración escrita de la propiedad con los requisitos previstos en la Ley, valoración que requerirá la visita presencial a la finca hipotecada (Sección 1471). Además, prevé la promulgación de normativa que deberá asegurar la independencia de quienes desempeñen dichas actividades (Sección 1472).

Las medidas expuestas no sorprenden en nuestro país. Recientemente se aprobó 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. Como es sabido, esta Ley se ocupó de dos fenómenos que habían cobrado un gran auge pero que no se encontraban regulados: los créditos y préstamos hipotecarios concedidos por empresas que no son entidades de crédito, y los servicios de intermediación del crédito (entre los que destacan las agrupaciones de deuda realizadas

por empresas que no tienen la condición de entidades de crédito[74]). Entre las numerosas medidas que prevé figura la creación de un registro estatal y de registros autonómicos en los que las empresas incluidas en el ámbito de aplicación de la ley deberán inscribirse (art. 3[75]), además de todo un elenco de medidas relativas al derecho de información. Así, se establece la obligación de tener a disposición de los consumidores las condiciones generales de la contratación que utilicen (art. 4), la de transparencia en relación con los precios, incluyendo comisiones y gastos repercutibles a los consumidores (art. 5), etc. Destaca asimismo la obligación de las entidades incluidas en su ámbito de aplicación de contar con un seguro de responsabilidad civil o aval bancario que cubra las responsabilidades en que puedan incurrir frente a los consumidores (art. 7)[76].

7. Otras medidas

Como decíamos, resulta imposible no ya comentar, sino simplemente enunciar todos los aspectos que recoge la *Dodd-Frank Act*. No obstante, y a modo de miscelánea, cabe mencionar que la Ley crea asimismo una Oficina para la Inclusión de las Minorías y de la Mujer en el ámbito empresarial, entre cuyas funciones figura la de velar por que haya un equilibrio de fuerzas en la composición del personal empleado en las agencias reguladoras (Sección 342).

Se crea asimismo la Oficina Federal del Seguro, primera oficina dedicada a este tema, con las funciones —entre otras— de supervisar que las personas con pocos ingresos, las minorías y los sectores más marginados puedan tener acceso al seguro en unas condiciones asequibles (*affordable*), además de supervisar la industria del seguro a efectos del riesgo sistémico (Sección 502).

En materia de protección del inversor, se crean asimismo un Comité de Asesoramiento al Inversor (Sección 911) y la Oficina de Defensa del Inversor (Sección 915). Es más, entre los numerosos estudios que la Ley encarga, destaca en nuestra opinión el que deberá versar sobre los servicios de asesoramiento financiero prestados a los clientes por los *brokers* y asesores de inversión (Sección 913). La *Dodd-Frank Act* autoriza asimismo a la SEC a imponer deberes fiduciarios sobre ambos colectivos a la hora de suministrar consejos de inversión, de manera similar a como hemos visto que sucede con quienes intervienen en la formalización, negociación o asesoramiento de los préstamos hipotecarios, exigiéndoles que el asesoramiento se haga siempre en beneficio del cliente [Sección 913 (g)].

---

(74) Preámbulo, párrafo sexto. De hecho, la Ley excluye a las entidades de crédito de su ámbito de protección (art. 1.2).

(75) El registro estatal es ya una realidad desde el 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.

(76) El importe mínimo asegurado o avalado será de 300.000 € para el primer año de actividad, multiplicado por el número de establecimientos, mientras que para años sucesivos será el importe mayor de los dos siguientes: la actualización del importe anterior conforme al IPC o el 30% de la facturación (apartados 2 y 3 del art. 12 del RD 106/2011). Téngase en cuenta que la falta de vigencia del seguro o del aval será causa que impedirá de forma automática el ejercicio de la actividad de la empresa, y la inscripción en el Registro se cancelará de oficio (apartado 4 del art. 12 del RD 106/2011).

También se reforma la regulación de los servicios de pago, compensación y liquidación de valores de importancia sistémica (título VIII), se reforma ampliamente la *Federal Reserve* (título XI), se establece una nueva regulación para los *hedge funds* (exigiéndoles su inscripción en la SEC, así como que informen de sus actividades en orden a evitar cualquier riesgo sistémico), etc.

Mención aparte merecerían también las medidas adoptadas en materia de gobierno corporativo, contenidas en el apartado E del título IX (Secciones 951 y ss.). A pesar de la tan criticada no limitación de los sueldos de los ejecutivos, sí es cierto que, al menos, se confiere a los accionistas el poder ejercitar el derecho de voto sobre dichos sueldos y sobre los llamados paracaídas dorados (*golden parachutes*), y que se establece la obligación de que las solicitudes de representación incluyan una mención específica sobre dichas medidas (*say on pay*, Sección 951). Téngase en cuenta que, como regla general, las facultades de los administradores en las *corporations* estadounidenses son mucho más amplias que en nuestra SA y que, en general, en los tipos societarios equivalentes existentes en los países de la UE, lo que da cierto relieve a dicha medida.

III. CONSIDERACIONES FINALES

A lo largo del trabajo se ha ofrecido una visión relativamente amplia del contenido de la *Dodd-Frank Act*. Su lectura refleja que la intención del legislador estadounidense es, cuanto menos, loable. Y es que, efectivamente, la variedad y extensión de las materias reguladas refleja el propósito del legislador de querer cubrir las lagunas existentes y evitar los abusos que se han dado en todos aquellos aspectos del sector financiero que —como vimos— han contribuido en mayor o menor medida al estallido de la crisis.

En todo caso, dichos contenidos no sorprenden en Europa, donde en la mayoría de los casos contamos con una regulación cuanto menos similar pero más consolidada, especialmente en aspectos tan sensibles como la protección de los consumidores en materia de préstamos y créditos hipotecarios. Además de en este sector, encontramos similitudes o paralelismos entre la UE (y por consiguiente entre España) y EE.UU. en lo relativo a los análisis de los ratios de capital de las entidades financieras, en la creación de «macroinstituciones» cuya finalidad es detectar cualquier amenaza que afecte a la estabilidad financiera, o en la regulación de las agencias de *rating*, que como se ha visto persigue las mismas finalidades (evitar los conflictos de interés, garantizar una mayor efectividad de las calificaciones, etc.), por citar algunos ejemplos.

Con todo, y como no podía ser de otra forma, también existen algunas diferencias. Entre ellas destaca, en nuestra opinión, la apuesta decidida que la *Dodd-Frank Act* realiza en favor de la desaparición del *too big to fail*, no ya porque prevea un procedimiento específico de liquidación para las grandes entidades, sino porque encomienda al *Financial Stability Oversight Council* la promoción de la disciplina de mercado y la eliminación de la «cultura» del *too big to fail*, en abierto contraste con la situación existente en nuestro país, donde la más reciente normativa prevé la posibilidad de que, en el caso de que las entidades de crédito no puedan cumplir los niveles de capitalización exigidos por el legislador, el FROB adquiriría las acciones ordinarias de la entidad. También existen otras diferencias, como el deseo expresado en la *Dodd-Frank Act* de reducir de manera sensible la confianza ciega en las calificaciones crediticias.

Lo que sí sorprende, como ya señalamos a lo largo del trabajo, es que una ley tan extensa y compleja haya sido redactada en tan breve espacio de tiempo, incluso a pesar de la trabajosa tramitación parlamentaria. Por ello, no es aventurado señalar que tal vez el proceso de gestación de la Ley hubiera comenzado con anterioridad, pero estos son asuntos que por razones evidentes escapan a quien redacta estas líneas.

Queda por ver si las «cosas» están, efectivamente, cambiando, o si cambiarán en un futuro próximo. De momento, y a pesar de que al tiempo de cerrarse este trabajo han transcurrido más de 8 meses desde su aprobación, lo cierto es que todavía no han visto la luz ni una parte importante de los estudios que la propia Ley encarga ni una buena parte de la cuantiosa normativa de desarrollo. Incluso una vez que vea la luz, habrá que dejar pasar un poco de tiempo para poder analizar su impacto.

HACIA UN NUEVO PARADIGMA DE LAS GARANTÍAS REALES. ¿RECONSTRUCCIÓN TEÓRICA O VIEJOS ANCLAJES?

ABEL B. VEIGA COPO

Profesor Agregado de Derecho Mercantil
Universidad Pontificia Comillas de Madrid (ICADE)

RESUMEN

¿Sirven los viejos marcos jurídicos de las garantías reales en el momento actual y ante la dinamicidad negocial y económica? Nos proponemos en este artículo realizar una reflexión apriorística. La ruptura o no de los anclajes clásicos de las garantías reales, tal y como las concibió el legislador decimonónico. Superar barreras, facilitar la concesión y el coste del crédito, la publicidad y transparencia que mitigue el fenómeno de las garantías ocultas, la realización eficiente de la garantía. Atemperar y aggiornar el esquema tipificado de garantías a la realidad actual. ¿Destipificamos el abigarrado y quizás obsoleto numerus clausus de garantías reales o por contra lo perpetuamos ex tempore? ¿Es posible construir funcional que no estructuralmente una categoría omnibus, global, flexible y con vocación expansiva de una única garantía real de claro cuño registral a efectos de transparencia informativa, aversión al riesgo e información de todo potencial acreedor?, ¿estamos en condiciones de elaborar y crear una figura de garantía o concepto capaz de extenderse a cualquier acuerdo u obligación de garantía y capaz de abarcar tanto bienes presentes como futuros, determinados o indeterminados o incluso ser capaz de gravar o garantizar la totalidad del patrimonio del deudor?

Palabras clave: *Garantías reales,* numerus apertus*, prendas globales, privilegios, reconstrucción teórica.*

ABSTRACT

Do the old legal frameworks of security interests in the present moment and to the dynamism bargaining and economic? We propose in this article make a priori reflection. The break-up or not of the anchorages classics of the collateral, as conceived as the legislator 19TH century. Overcoming barriers, facilitate the grant and the cost of credit, the publicity and transparency that will mitigate the phenomenon of the hidden guarantees, the efficient conduct of the guarantee. Temper and «aggiornar» the scheme established in security interests to the current reality? «Destipificamos» the motley and perhaps obsolete numerus clausus of collateral or perpetuated against the ex tempore? Can not structurally functional build an omnibus category, global, flexible and expansive vocation only real security of a clear stamp registration for the purposes of transparency of information, risk aversion and information of all potential creditor?, Are we able to develop and create a figure or concept warranty can be extended to any agreement or obligation to collateral and able to cover both present and future assets, determined or undetermined or even be able to tax or warrant the entire estate of the debtor?

Keywords: *Colateral, security interest,* numerus apertus*, global security, preference, theoretical reconstruction.*

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN.

2. LA HUIDA DE LOS VIEJOS ESQUEMAS NEGOCIALES.

3. EL RIESGO DE VACIAMIENTO PATRIMONIAL ANTE LA EXTENSIÓN CONTRACTUAL DE LA GARANTÍA.

4. EL VALOR DE LA GARANTÍA REAL.

5. LA GARANTÍA CREDITICIA. CONSIDERACIONES GENERALES.

5.1. La garantía y la responsabilidad patrimonial universal.

5.2. La función de la garantía real.

6. GARANTÍA EN SENTIDO AMPLIO Y GARANTÍA EN SENTIDO ESTRICTO.

6.1. La garantía y la preferencia.

7. A MODO DE CONCLUSIONES.

1. INTRODUCCIÓN

Las actividades de adquisición, producción e intercambio de bienes y servicios exigen el recurso al crédito. Es el sino de la economía de mercado, de la actividad empresarial en sus múltiples facetas[(1)]. La fuerza del mismo, su expansión, su necesidad no sólo condiciona el avatar económico, sino también la estructura o instrumentación jurídica. Pero además, el crédito es confianza, fiducia en el deudor, o más bien en los activos de ese patrimonio deudor garante genérico conforme a los postulados de la responsabilidad patrimonial universal o el de un tercero garante que afecta adicionalmente su propio patrimonio para la satisfacción de un crédito de tercero.

La finalidad de un derecho real de prenda, como también de una hipoteca, una anticresis, no es otra que la de garantizar un crédito, y garantizarlo de un modo sencillo, no costoso e ineficiente. Cuestión distinta es la inversión en la práctica de estas finalidades. En otros ordenamientos también lo son las transmisiones fiduciarias o sin garantía.

¿Sirven los viejos marcos jurídicos de las garantías reales en el momento actual y ante la dinamicidad negocial y económica?, ¿por qué anclarnos o aferrarnos a una regulación decimonónica de la prenda, o incluso de la hipoteca, verdaderamente testimonial cuando los cauces prácticos realizan y exigen operaciones o negocios jurídicos de prenda o pignoración que nada tienen que ver con lo regulado en los artículos 1863 y ss. de la norma civil?, ¿más rigidez y dirigismo regulatorio anclado en el orden público y el *numerus clausus* o por el contrario fagocitamos las fracturas y las fronteras de las coberturas y caminamos hacia una mayor integración y uniformidad incluso trasnacional de las garantías reales en

(1) En parecidos términos BUSTO LAGO, *Las garantías personales atípicas en el ordenamiento jurídico español: configuración jurídica de las garantías «a primer requerimiento» y autónomas*, Cizur Menor, 2006, p, 29, autor que se hace eco de la célebre expresión de AYNÈS, *Sûretès. Publicité foncière*, *Droit Civil*, IX [MALAURIE/AYNÈS (Dirs.)], París, 1999, p. 11, cuando señala cómo «sin garantías, no hay crédito, sin crédito no hay economía moderna».

base a una mayor flexibilización de modelos[(2)]?, ¿cuál es la verdadera cultura jurídica que sobre las garantías reales existe en cada país y sobre todo en el tráfico internacional?, ¿ha habido una evolución normativa continuada y lineal o por el contrario verdaderas fracturas en los distintos sistemas jurídicos[(3)]? Nos proponemos en este estudio realizar una reflexión apriorística: La ruptura o no de los anclajes clásicos de las garantías reales, tal y como las concibió el legislador decimonónico. O lo que es lo mismo, proponer un esfuerzo reconstructivo de la dogmática de las garantías reales, inservible si se tiene en cuenta la anomalía conforme a los cánones clásicos y codiciales de las garantías reales, que la práctica y la ingeniería financiera han ido creando en los últimos años. Una práctica que ha perfilado, depurado, pero también superado figuras e institutos que responden y respondían a una realidad jurídico económica bien diferenciada de la actual. Ha llegado la hora de exigir una renovación o revisión en el sistema de garantías reales[(4)]. La hora de ofrecer

---

(2) Señala BUSSANI, «Los modelos de las garantías reales en civil y *common law*. Una aproximación de derecho comparado», *Garantías reales mobiliarias en Europa* [LAUROBA/MARSAL (Eds.)], Madrid, 2006, pp. 237 y ss., p. 238, cómo la integración reduce las desigualdades en las ventajas que los empresarios, e incluso los particulares, pueden obtener de la competencia internacional en el mercado financiero, de un lado, por la dependencia de un dato económico-cuantitativo, a saber, el enorme volumen de capitales que giran alrededor de los instrumentos de garantía del crédito en el mercado financiero internacional, de otro lado, por ser el sector de las garantías reales aquel en el que la jurisprudencia nacional y la doctrina no pueden ofrecer soluciones que logren por sí solas reformar en profundidad ni contener las instituciones o las técnicas que escoge el mercado. Esto provoca que sean precisamente los actores del mercado los que se orienten a lugares y sistemas en los que las condiciones jurídicas les sean más favorables. Sin duda la integración irrumpe con fuerza toda vez que se analiza la distinta regulación sobre garantías reales en cada país, donde las normas vigentes aconsejan y demandan su superación. Adviértase incluso cómo dogmáticamente en el derecho francés en pura técnica jurídica se distingue entre *sûreté* y *garantie*, siendo precisamente la clasificación de las *sûretés* por la técnica de garantía que implica una de las aportaciones más genuinas y depuradas. Así, y sobre esta distinción y sus fundamentos, véase el análisis de JOBARD-BACHELLIER/BOURASSIN/BRÉMOND, *Droit des sûretés*, París, 2007, pp. 4 a 11. Sobre esta necesaria flexibilización, véase GRIMALDI, «La prenda en el derecho francés: derecho positivo y proyecto de reforma», *Garantías reales mobiliarias en Europa* [LAUROBA/MARSAL (Eds.)], Madrid, 2006, pp. 17-25, pp. 21 y ss., donde defiende esa flexibilización de cara al fortalecimiento de la eficacia de la garantía proponiendo esa flexibilidad en tres tipos relativos de prenda, en la de muebles corporales, en la pignoración de créditos y en la pignoración de valores mobiliarios. Consciente el autor de las rémoras que suponía hasta la reforma de 2006 la legislación sobre prenda, la reforma rompe radicalmente con la tradición posesoria y desplazamiento, facilitando y desdoblando la prenda en función de los bienes, sean estos muebles corporales o muebles incorporales, lo que abre camino a la posibilidad de pignorar stocks de empresa, volumen de negocio futuro, créditos, etc., que con la vetusta y anacrónica legislación no solo no se podía sino que también se limitaba la capacidad para obtener crédito.

(3) Adviértase cómo en España la jurisprudencia ha modelado y modulado la naturaleza y configuración de la prenda de créditos en sentencias ya clásicas y reiteradas del Tribunal Supremo. Lo mismo ha sucedido en Francia en los últimos años respecto a la prenda de dinero, o respecto al pacto comisorio en Italia. Igualmente en el caso alemán más que una evolución en el ámbito de las instituciones garantorias *strictu sensu*, ha habido una evolución creciente y aceptación prioritaria de figuras que sitúan su epicentro en la transmisión en garantía o enajenación en garantía, como la reserva de dominio y la transmisión fiduciaria, y en los que la médula se sitúa en discernir claramente los límites de la garantía y fronteras de cobertura —*Deckungsgrenze*—, así como el valor de las mismas en aras a evitar una abusiva sobregarantía. Véase el clásico trabajo de CANARIS, «Die Problematik der Sicherheitenfreigabeklausel im Hinblick auf par. 9 AGBG und par. 138 BGB», *ZIP*, 1996, pp. 1109, p. 1121 y ss. En la doctrina francesa AYNÈS, «Le gage de meubles corporels», *Dr. et patr.*, 2005, n.º 140, pp. 61 y ss., p. 63.

(4) Postulaban ya en la década de los ochenta esta necesidad autores como TUCCI, «Tutela del credito e validità della fideussione "omnibus"», *Foro it.,* 1988, I, pp. 118; GABRIELLI, *Il pegno «anomalo»*, Milán, 1990, p. 61, quien concluyente afirma cómo en la confrontación entre la teoría clásica de la prenda y los recientes modelos con los que se «esprime» la función de garantía conectada al módulo reales, representa un itinerario crítico que puede, alimentando dudas y sugestiones, evidenciar nuevos motivos de reflexión, y hacer surgir nuevas líneas reconstructivas, consentir en todo caso un progreso en el camino de renovación, también dogmático, del sistema de las garantías.

ese reto al y del jurista[5]. Superar barreras, facilitar la concesión y el coste del crédito, la publicidad y transparencia que mitigue el fenómeno de las garantías ocultas, la realización eficiente de la garantía sin tener que acudir y trasladar a las modernas garantías reales las depuraciones doctrinales y conclusiones perfiladas a propósito de las garantías digamos clásicas. Enquistarse en falsos e intransigentes dogmatismos puede ser igual de pernicioso que pendular hacia el extremo contrario. Durante mucho tiempo se han anatematizado ciertas garantías reales por su clandestinidad, por su opacidad, por su falta de publicidad, pero ¿por qué en el derecho alemán figuras como la reserva de dominio y la transmisión en garantía, *strictu sensu* no son garantías reales, resisten no solo la falta de publicidad sino que son las figuras más frecuentemente utilizadas y generalizadas? Sin embargo la experiencia norteamericana bascula hacia un registro y donde la publicidad es el nervio mismo del artículo 9 UCC para cualesquiera garantías mobiliarias[6].

Pero frente a la fácil, recurrente y tal vez superficial crítica de la falta de publicidad de garantías reales, acaso, ¿no debemos preguntarnos si no sería más útil un registro público de solvencias que seguir emponzoñando un sempiterno debate en torno a la publicidad o no de las garantías? ¿Qué debe primar, el conocimiento de la garantía real *strictu sensu* y su perfección, o por el contrario el grado de solvencia actual y en todo momento de un deudor si es que es posible semejante cognoscibilidad? Saber realmente qué papel juega, si es que lo juega, el axioma de la responsabilidad patrimonial universal, ese implícito y a la vez explícito poder de agresión genérico que en teoría tiene todo acreedor por virtud del dictado del artículo 1911 del Código civil, ¿qué fuerza real tiene, qué tipo de norma es, imperativa, inderogable, de mínimos, o meramente principial? La responsabilidad de un patrimonio global es un *totus*, un deseo y desiderátum previo y antecedente a la constitución *per se* de la garantía misma, pero difícilmente ejecutable en la realidad, habida cuenta del vigor real de los cumplimientos subsidiarios.

¿Son adecuados y eficientes los actuales marcos jurídicos que permitan al prestatario-deudor constituir garantías idóneas, seguras y sin merma de su valor para ninguna de las dos partes contratantes?, ¿sigue siendo efectiva, eficiente y real la vieja esencia del derecho real de prenda que, en sentido estricto, proclama y exige el desplazamiento posesorio de la cosa o bien garantizado a favor del acreedor prendario? Posesión instrumental y exte-

---

(5) Tomamos esta expresión prestada de CARRASCO PERERA, *Derecho de garantías*, Cizur Menor, 2010, pp. 61 y 62, cuando con agudeza señala como frente a lo que es clamor común, no dibujo este paisaje de obsolescencia y ruina institucional para propugnar nuevas leyes de contratos ni, menos, nuevos Códigos. «… asumo como un reto para contar y construir nuestro Derecho de contratos de una manera nueva». Asevera, p. 62, cómo nuestros dos códigos de derecho privado están llenos de instituciones e historias desfasadas. «He elegido —continúa el autor— a propósito un material extraído de reglas de derecho que por una razón u otra (fáctica, jurídica) pueden considerarse referidas a un supuesto de hecho desaparecido o caducado. Reglas muertes que, como el olmo viejo de Machado, son capaces de sustentar en primavera hojas jóvenes de un principio de derecho renovado».

(6) Afirma BUSSANI, «Los modelos de las garantías reales en civil y *common law*. Una aproximación de derecho comparado», cit., p. 242, cómo un análisis comparativo serio sirve para desmentir la idea de que una garantía oculta es el enemigo de la simplicidad y de la eficacia. Añade además cómo se observa que la clandestinidad se admite en beneficio tanto de acreedores muy poderosos, como es el Tesoro holandés, italiano y francés, como de acreedores débiles, como los asalariados o los pequeños distribuidores por oposición a las grandes centrales de compras, o bien de algunas categorías de deudores, como los accionistas ingleses que constituyen gravámenes o *mortgages* sobre sus títulos (*shares*), o a los empresarios quebequeses que transfieren a un tercero los bienes de equipo o bienes en stock objeto de una hipoteca.

riorizadora de una realidad limitada y garantizadora que facilita y asegura las pretensiones del acreedor a la realización en su caso del bien garantizado. ¿Es o no es un inconveniente de cara a la eficacia y virtualidad de la garantía mobiliaria —sobre todo para el deudor pignorante— el desplazamiento posesorio del objeto de la garantía, máxime cuando éste genera frutos como es el caso de una acción de una sociedad anónima incorporada a títulos y que se entrega al acreedor pignoraticio amén del pacto contenido en el título constitutivo de la garantía de cara a la legitimación para el ejercicio de los derechos sociales, significativamente los económicos?, ¿qué papel han de jugar los registros de garantías sobre bienes muebles, derechos, créditos, etc., y qué rol la inscripción registral?, ¿meramente por notificaciones o también una inscripción documental de todo el contenido esencial del negocio jurídico obligacional?, ¿*quid* si la inscripción antecede a la constitución del crédito garantizado como ocurre en algunos ordenamientos?

O dicho de otro modo, ¿nuestras legislaciones nacionales sobre garantías u operaciones garantizadas han sabido conciliar las exigencias, las necesidades, los objetivos y, por qué no, las eficiencias de las propias garantías reales, sean mobiliarias, sean inmobiliarias, corporales o incorporales? ¿Debemos buscar *a sensu contrario* una premisa, un enfoque más funcional y sobre todo integral en este contexto global económico y en cierto modo, aunque a distante medida, jurídico?, ¿hacia dónde debemos caminar[7]? Ha llegado el momento de reflexionar y al menos pensar en la utilidad o no, por un nuevo enfoque, un nuevo paradigma, práctico y funcional, a saber, la unificación de un modelo general y holístico de garantía real que subsuma e integre, de un modo global, las garantías que puedan constituirse sobre bienes muebles, así como sobre derechos y créditos. Modelo y enfoque que puede ser único o convivir con algunas de las ya existentes garantías reales. El reto de armonizar las garantías reales es titánico, y lo es por las distintas experiencias jurídicas, sistemas, así como las propias garantías reales[8]. El derecho comparado camina ya, desde hace muchos años, por esta senda, combinando incluso tradiciones anglosajonas con las más puras romanistas. La experiencia acumulada de efectividad real o no de los distintos arquetipos de garantías reales, las posesorias y no posesorias, los cuasiasimilados o pseudo garantías reales como se han configurado en algunas legislaciones autonómicas, significativamente la retención, las figuras híbridas que juegan con la posesión y la transferencia definitiva de la titularidad dominical en función del pago último, como es el caso de negocios y pactos en los que los bienes cumplen una función de garantía, tales como el arrendamiento financiero, la venta con retroventa, la reserva de dominio, asegurar la prelación de la garantía, la solidez de la misma o no en caso de procedimiento concursal, etc.

---

(7) En Francia con ocasión de la celebración del bicentenario del *Code* se abrió o más bien propició el debate acerca de la reforma y la recodificación del derecho de garantías. Dispersión regulatoria y de figuras así como de códigos que leyes de 2006 y 2007 tratan de embridar. Véase entre otras la aportación y reflexión de SIMLER/DELEBECQUE, *Droit civil. Les sûretés. La publicité fonciére*, 5.ª ed., París, 2009, pp. 9 y 10. Sobre la reforma de 23 de marzo de 2006 y en profundidad, vid. JOBARD-BACHELLIER/BOURASSIN/BRÉMOND, *Droit des sûretés*, París, 2007, pp. 309 y ss.

(8) Sobre esta armonización de las garantías reales con especial énfasis y desde la óptica de la doctrina francesa a las originalidades de los derechos extranjeros en el ámbito de las garantías mobiliarias, hipoteca y transmisión fiduciaria, especialmente el derecho norteamericano e inglés, vid. JOBARD-BACHELLIER/BOURASSIN/BRÉMOND, *Droit des sûretés*, cit., pp. 305 y ss.

Constituir garantías funcionalmente coherentes y transparentes debe ir acompañado de una mayor racionalización y armonización regulatoria, tipificatoria incluso —como es el supuesto de que a algunas instituciones o facultades, tales como la retención, se las incluya en ordenamientos autonómicos como garantías reales siendo sin embargo una facultad retentoria en el artículo 1866 del Código Civil, o los extremos de transmisiones fiduciarias tales como ha regulado y acogido el legislador español en el Real Decreto de 11 de marzo de 2005 [artículo 6: «Las operaciones de garantía financiera pueden realizarse mediante la transmisión de la propiedad del bien o derecho de crédito dado en garantía o mediante la pignoración de dicho bien o derecho…»]—, contractual, y sobre todo, publicidad a efectos de oponibilidad a través de la creación de registros públicos y no privados, generales y globales sobre el patrimonio de los otorgantes de garantía. ¿Por qué no establecer o unificar unas idénticas reglas de constitución, oponibilidad, prelación y realización de las garantías para todas y cada una de las existentes? Y, en un segundo intento o paso, ¿por qué no fusionar todas y cada una de las garantías reales en una única e integral figura a modo de marco jurídico unitario, global y omnicomprensivo de garantías reales?

Piénsese en las facilidades de los clausulados y uniformización de contratos, el abaratamiento de costes de transacción, especialmente de información y negociación, así como la facilidad y publicidad de la figura y la seguridad de cara a su realización o ejecución en caso de incumplimiento. ¿Qué razones o a qué obedece la disparidad de figuras existentes si la función de garantía es la misma? Ello sin obviar la inutilidad o relegamiento que en la práctica han ido experimentando distintas figuras de garantías reales, sobre todo las que responden a parámetros más clásicos y por ello también más en desuso.

Las garantías reales han de constituirse por vías sencillas, claras, eficientes. Empleando arquetipos flexibles, registros funcionales, constituciones que no torpedeen verdaderamente el valor intrínseco de la propia garantía *per se*. Homogeneidad de procedimientos, de tratamiento a las fuentes del crédito, a los negocios jurídicos de garantía sobre la base de una necesaria armonización de los regímenes legales así como de normas conflictuales en abundamiento de una mayor transparencia y seguridad jurídica es el reto, el titánico reto que deben afrontar las garantías reales. Reconstruirse sobre unos cimientos otrora sólidos pero ahora anquilosados y tal vez oxidados. Modernizar los regímenes legales sobre garantías reales es una tarea inexcusable, urgente. Imprescindible para acoplarse e incluso rediseñar las fuentes del créditos conforme a la realidad práctica. La ingeniería financiera no cesa, tampoco la creatividad, pero sí ha de de perfilarse bajo unos parámetros seguros, legales, sin perder flexibilidad. Sin esos paraguas normativos y legales que den cobijo a las nuevas realidades contractuales y negociales el crédito garantizado está condenado a su paralización; superar rigideces, viejos dogmas, postulados y axiomas no es una tarea sencilla, sino ímproba. ¿Qué bienes pueden ser o no objeto de garantía?, ¿qué obligaciones pueden ser garantizadas?, ¿hasta dónde llega la autonomía de voluntad de las partes, otorgante y acreedor y hasta dónde la imposición y el abuso en la colateralización de las garantías y sus clausulados?, ¿qué permisividad de extensión o prolongación o incluso de encadenamiento y flotabilidad puede tener e imponer una garantía real?, son interrogantes que han de irse respondiendo por teóricos y prácticos del derecho.

Una seguridad que no está reñida con la ductibilidad y flexibilidad de las garantías, de los condicionados y estipulaciones contractuales, de la transparencia registral que cercene y evite las garantías ocultas o asimilados posesorios que juegan un rol semejante. Pautas

claras, reglas sencillas, rápidas, seguras, tanto en la prelación en caso de concurrencia de garantías sobre un mismo bien, o preferencias negociales, cuando no privilegios legales, que permitan a un informado acreedor distinguir sin prevalerse de comportamientos asimétricos de información ni de imposición de sobregarantías que sólo desvalijan y vacían el patrimonio del deudor otorgante.

La garantía real, a la que se vincula un plus preferencial y prelaticio, afecta especialmente un bien, una cosa, a veces incluso un patrimonio entero a través de la globalidad de las coberturas. Al poder directo e inmediato sobre la cosa o bien objeto de la garantía y que le permite y faculta para realizar el *ius exigendi,* y en su caso *vendendi*, se une un poder o derecho de preferencia a la hora de una hipotética concurrencia de acreedores. La garantía real así como la extensión, consistencia y función de la misma se enmarca en el ámbito más amplio del poder de disposición patrimonial del deudor(9). Y en función de esta disponibilidad, de la propensión a una mayor cobertura garantoria que aplaque el riesgo, el valor del crédito oscilará a medida que la incertidumbre sobre la garantía y la reintegración del crédito sean menores. El acreedor profesional, acreedor financiero, puede aminorar y descontar estos riesgos, proveerse de refuerzos y tutelas patrimoniales de sus créditos que aguanten los embates de la situación patrimonial presente pero sobre todo futura del deudor. Selecciona, *recte*, antiselecciona los riesgos, goza de una desorbitada información asimétrica, constriñe su propio riesgo y superpone garantías cuando no negocios fiduciarios donde los límites y las tensiones pueden albergar una fuente exasperada de problemas y controversias(10).

La asimetría informativa se subsume en una mayor exigencia y resistencia de las garantías que a la postre son exigidas. No quiere transferir valor al deudor o al resto de acreedores, la garantía no busca eso, sino consolidar y blindar una posición autónoma y directa a la hora de concurrir en un marco de insuficiencia patrimonial. Es el crédito concedido y garantizado el que, en teoría, debería crear valor, redistribuirlo si el resultado de la actividad y la inversión es positivo y fortalece el patrimonio y por tanto las expectativas del resto de acreedores normalmente en peor posición que el acreedor garantizado. Si la inversión fracasa, no sólo se empeora el patrimonio del deudor, también el de los acreedores y máxime los no garantizados con una afección real, inmediata y directa sobre determinados bienes o derechos del patrimonio del deudor.

Si el patrimonio y los activos se aprecian y aumentan, también lo hacen el valor de los créditos, dado que los mismos son más fácilmente reintegrables y exigibles en su cumplimiento(11). Ahora bien, un interrogante se antoja irresoluble, a saber, ¿a quién beneficia el

---

(9) Sobre este ámbito de disposición patrimonial del deudor y el otorgamiento de garantías reales se pronuncian, entre otros, HARRIS/MOONEY, «A Property-Based Theory of Security Interests: Taking Debtor's Choices Seriously», *Va. L. Rev.*, 1994, vol. 80, pp. 2020 y ss., y en el mismo número SCHWARTZ, «Taking the Analysis of Security Seriously», *Va. L. Rev.*, 1994, vol. 80, pp. 2073 y ss.

(10) Señalaba hace años AURIOLES MARTÍN, «La pignoración en los derechos dimanantes del seguro de vida», *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, tomo II, *Garantías reales*, volumen I, *Garantías mobiliarias* [NIETO CAROL/MUÑOZ CERVERA (Coords.)], Madrid, 1996, pp. 919 y ss., p. 923, cómo pese a las ventajas indudables que esta superposición de garantías representa para la entidad acreedora, la prenda de una póliza de un seguro de vida es una modalidad garantística con escaso arraigo en nuestra práctica bancaria frente a lo que sucede en otros mercados financieros nacionales, en los que su uso se halla relativamente garantizado.

(11) Así, TRIANTIS, «Secured Debt Under Conditions of Imperfect Information», *J. Legal Stud.*, 1992, vol. 21, pp. 225 y ss., p. 236 y ss., donde constata este valor de los créditos y el aumento o depreciación de los mismos en función de la pérdida o aumentos de valor de los activos que conforman el patrimonio del deudor.

crédito garantizado?, ¿al deudor?, ¿al resto de acreedores ordinarios? O en su caso ¿únicamente al acreedor con garantía real que tiene un poder inmediato y directo sobre el objeto de la garantía acompañado de un segundo derecho, que es el de realización exclusiva de la garantía[(12)]? Pero ¿y si el valor intrínseco y no constante de la garantía se devalúa durante la fase estática de la garantía y el acreedor no actúa, no exige, no repone o no sustituye unas garantías por otras? Facilita los costes de realización sin duda, pero lo facilita al acreedor con garantía real, señala un bien o un patrimonio en su caso afectado a las resultas de un crédito, y presiona al deudor para el cumplimiento si el valor de la garantía y la utilidad de la misma son mayores que el riesgo a perder en una ejecución esos bienes o activos. *Per se*, no genera valor al resto de acreedores. Adviértase además que en no pocos casos la ejecución de ciertas prendas, significativamente, una prenda de créditos, genera enrevesadas complicaciones de cara a la realización o ejecución de las mismas, pese a recaer sobre un subyacente dinerario. En efecto, ¿estamos en estos supuestos ante hipótesis ciertas y nítidas de compensación, o por el contrario nos hallamos ante una facultad de cobro e imputación de lo cobrado a favor del acreedor? Pero, ¿y si el crédito garantizado no está perfecta y claramente determinado? ¿Hasta dónde debe alcanzar la determinación unilateral del importe que realiza una entidad financiera frente a su deudor tal y como le permite el artículo 573 LEC, que no es sino el trasunto del viejo 1435 de la norma rituaria decimonónica?

El rompecabezas de la garantía real precisamente blinda y rehúye de esa hipotética colisión, y lo hace reordenando *ex ante*, y ante una posible situación de insuficiencia patrimonial, la posición jurídica de la que gozará el acreedor hipotecario o prendario. Los acreedores sin garantía real *ex ante* la constitución de ésta a favor de un tercero sufren el menoscabo y riesgo patrimonial al desaparecer un bien o derecho libre. Los posteriores también, si bien tienen la opción, o quizás no, de conocer la constitución de esa garantía. A ello ha de unirse la inexistencia de un registro público de garantías mobiliarias que puede suministrar esa información *erga omnes* y sin que implique así mismo costes de información. Costes que sin duda está dispuesto a asumir un acreedor profesional o sofisticado, como es una entidad de crédito, y que luego traslada o imputa al precio final del crédito.

El deudor que constituye una prenda señaliza el valor del crédito*, a priori* un valor positivo para su patrimonio pero que dependerá del destino y eficiencia final de utilización de los recursos, pero al mismo tiempo refleja su predisposición *a priori* a cumplir, consciente de que sobre ese mismo bien pignorado o en su caso hipotecado recaerán los costes de la ejecución[(13)]. No todo acreedor ordinario tiene posibilidad de reducir el impacto del riesgo, menos el riesgo *a posteriori* y, sin información o sin excesivos costes para obtenerla, *ex*

---

(12) Pioneros en la doctrina de estas dos dimensiones y sobre todo en la importancia de su significación, BAIRD/JACKSON, *Security Interests in Personal Property, Cases, problems, and Materials*, Nueva York, 1987, pp. 67 y ss.; también BEBCHUK/FRIED, «The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy», *Yale L. J.*, 1996, pp. 857 y ss., p. 868 y 869.

(13) Sobre este efecto de señalización véase, entre otros, ARRUÑADA, *Teoría contractual de la empresa*, Madrid, 1998, p. 362. Magistral BERMEJO, *Créditos y quiebra*, Madrid, 2002, p. 124; LLEBOT MAJÓ, *Las garantías en los procedimientos concursales*, Madrid, 2000, p. 37, que alude precisamente a esos mecanismos de señalamiento o selección como mecanismos que hacen que las garantías reales se empleen ante la presencia de los costes de información; y en la literatura jurídica y económica comparada, entre otros, TRIANTIS, «Secured Debt Under Conditions of Imperfect Information», cit., pp. 252 y ss.; SCHWARTZ, «A Theory of Loan Priorities», *J. Legal Stud.*, 1989, vol. 18, pp. 209 y ss., p. 246 y 247.

ante. Un ordinario no siempre está en condiciones de exigir una garantía o de trasladar el coste sin garantía al crédito, máxime en aquellos créditos comerciales a corto plazo.

Lo que queremos cuestionar es el dogma, o quizás aporía genérica que induce a creer que la constitución *per se* de una garantía real genera un beneficio en el patrimonio del deudor si se tiene en cuenta el mayor valor que, *a priori,* generan los activos o créditos que ingresan en ese patrimonio y robustece las pretensiones o expectativas del resto de acreedores. Acaso la constitución de una garantía real ¿no implica en sí misma un beneficio para este acreedor a expensas de las expectativas de otros acreedores de peor rango u ordinarios? Desde una visión amplia y abstracta la garantía real beneficia a acreedor y deudor, al primero facilitando y reduciendo el riesgo a un incumplimiento en la obligación principal crediticia, al segundo obteniendo crédito a un coste más optimo que si no hubiese garantía real, o incluso no podría obtenerlo sin ésta u otras adicionales. El dilema se centra en el propio funcionamiento de la empresa o sociedad deudora, su capital y su estructura.

En efecto, el deudor soporta el precio o coste de constitución de la prenda o hipoteca, no despreciable precisamente y máxime en algunos ordenamientos. Ese coste puede o no compensar la obtención del crédito. En principio sí. Lo asume el patrimonio del deudor y con él indirecta o mediatamente también el resto de acreedores que ven reducidas sus expectativas de cobro. Ahora bien, el hecho de que se genere una prenda o hipoteca a favor de un solo acreedor no necesariamente beneficia al resto de acreedores ordinarios en ese presunto mayor valor que supone que entre financiación en el patrimonio del deudor, dado que el impacto de la garantía y las consecuencias de la misma provoca tendencialmente que el coste del crédito de otros acreedores ordinarios también aumente y empobrezca el patrimonio del deudor(14). Amén de que al mismo tiempo la generalización y extensión de una garantía pignoraticia a bienes presentes y futuros choca, al menos, con la normativa civil, dado que si tenemos en cuenta la regulación actual de la prenda en el código civil, y en la que se exige la necesaria indicación del objeto de la prenda, entonces ¿qué obligaciones futuras, en base a qué relaciones jurídico-económicas y qué bienes o derechos presentes o futuros, determinados o indeterminados, no ya determinables, van a ser objeto de semejantes garantías?

Una cuestión es dirimir el alcance que las partes quieran dar internamente a sus relaciones crediticias garantorias y otra bien distinta proyectar ese alcance con eficacia *erga omnes* frente a terceros, sobre todo terceros acreedores que se relacionan o relacionarán con ese deudor prendario. El mercado no es perfecto, como tampoco es homogénea la tolerancia o aversión al riesgo de unos acreedores y otros, así como los costes de información para saber y medir la solvencia y endeudamiento de un patrimonio.

La garantía real, intrínsecamente, favorece y beneficia al acreedor garante que ha sabido seleccionarla y ha mantenido unos márgenes de valor y flotabilidad de la misma de cara a su realización y cobro íntegro en su caso. No se olvide además que en cierto sentido prima una concepción liberal, puesto que la garantía metaboliza el crédito, sea éste mobi-

(14) De ahí que LLEBOT MAJÓ, *Las garantías en los procedimientos concursales*, cit., p. 36, afirme categóricamente cómo el beneficio de la reducción del precio del crédito garantizado es absorbido por el aumento del coste del crédito ordinario. Por lo que resulta claro que el deudor no obtiene ningún beneficio que le compense el coste de constituir la garantía.

liario, o sobre todo inmobiliario, para el desarrollo de la economía de un país y para el oferente del mismo[15]. El valor y grado de utilidad y por tanto de no fácil sustituibilidad que el bien pignorado signifique para el deudor conferirá un *plus* valorativo de la garantía si el deudor quiere recuperar la posesión del mismo o levantar en su caso la inscripción prendaria en un registro[16]. Un acreedor real que no necesita tanto controlar al deudor y monitorear su actividad cuanto supervisar el valor, consistencia y esencia del objeto de garantía. Beneficiará al deudor siempre que el coste de oportunidad de la garantía se traduzca en un fortalecimiento de su patrimonio y no encarezca el resto de negociaciones contractuales y crediticias con otros acreedores, y beneficiará colateralmente a éstos si acaso, si el patrimonio del deudor, como resultado de la inversión y valor del crédito con garantía real ha sido positivo y ha compensado y cubierto el coste final del crédito con garantía real. Pero intrínsecamente la garantía real no reduce el coste del crédito que otros acreedores puedan conceder al deudor, ni tampoco facilita la financiación de proyectos con asunción mayor de riesgo, sólo lo hará en su caso a favor del acreedor con garantía real[17]. Este es un puzle, un rompecabezas donde no todos los jugadores juegan entre sí. Y en ese juego los conflictos de intereses son distintos y diametralmente opuestos, en los que la prelación y preferencia a la hora de modular el alcance real del derecho de realización blinda al acreedor prendario o hipotecario frente al resto de acreedores.

2. LA HUIDA DE LOS VIEJOS ESQUEMAS NEGOCIALES

Hace mucho tiempo que los viejos moldes y arquetipos de las garantías reales, también de las personales, han sido cuestionados pero también superados por la práctica, la atipicidad típica de la práctica que ha iniciado una huida hacia delante en un forzado marco de convivencia de viejas y rancias figuras con las nuevas y anómalas figuras más dinámicas, más comprensivas y moldeables sin duda a las exigencias de financiadoras y en definitiva del crédito[18]. Mas ¿hasta dónde debe llegar la flexibilidad de las garantías, del crédito, de la financiación? El coste del crédito, la garantía y la indemnidad del proveedor de crédito han fagocitado y superado también los viejos esquemas negociales de garantía. Los

---

(15) Al respecto véase la aportación comparada de los derechos germano, inglés e italiano que realiza FIORENTINI, *Le garanzie immobiliari in Europa. Studio di diritto comparato*, Berna-Nápoles, 2009, pp. 32 y ss., al especificar la actitud liberal que por ejemplo tienen en el derecho alemán el crédito con garantía real, la concepción pragmática en el derecho inglés y la acepción conservadora en el ordenamiento italiano.

(16) BERMEJO, *Créditos y quiebra*, cit., pp. 124 y 125, emplea la expresión «rehén» a la hora de analizar el efecto *bonding* que genera al mismo tiempo una garantía real, al señalar cómo tras el efecto señalización o *signaling*, la otra cara de la moneda viene por el hecho de aumentar el conflicto que supone trasladar el riesgo del crédito garantizado sobre los créditos ordinarios y que provoca un incremento proporcional de su riesgo y reducción de su valor.

(17) En este sentido véase la aportación de HARRIS/MOONEY, «Measuring the social Cost and Benefits and Identifying the Victims of Subordinating security Interest in Bankruptcy», *Cornell L. Rev.*, 1997, vol. 82, pp. 1349 y ss., pp. 1356 y ss.

(18) Nos hablan teóricamente sobre el predominio de la garantía real sobre la personal SIMLER/DELEBECQUE, *Droit civil. Les sûretés. La publicité foncière*, 5.ª ed., París, 2009, pp. 8 y ss., pero en el que alertan sobre esa fuerza de regreso hacia las garantías personales en los últimos años. Resaltan sobre todo la riqueza y pluralidad de modalidades que una institución como la *«cautionnement»* —la fianza— ofrece en el ordenamiento francés, sea esta una fianza bancaria, sea mutual, o, incluso, societaria, etc. Ha desarrollado una enorme y considerable explosión de garantías financieras profesionales, aunque también de garantías perfeccionadas por el estado y las administraciones públicas.

mecanismos de garantía son cada vez más amplios, también más difusos, como lo son las técnicas de financiación. Técnicas que van desde el empleo de las reservas de dominio o ventas a plazos para la adquisición de existencias y bienes de equipo, a financiaciones por prestamistas independientes, o incluso filiales de una empresa financiera creada por el propio vendedor, las préstamos renovables con garantías sobre las existencias y futuros créditos por cobrar, el factoraje o *factoring*, la bursatilización, los negocios fiduciarios o con transmisión de la propiedad al financiador, etc. Aquellas y estas figuras tienen sin embargo un denominador común, hacer invulnerable el derecho a la realización del valor del bien o derecho que sirve de garantía. Blindarlo, asegurarlo, inmunizarlo. Las formas son numerosas. Generosas pero sin residenciarse legislativamente en marcos claros, transparentes, exportables, parangonables en el tráfico internacional. Denominador que además normativamente ofrece un anclaje regulatorio general y vital en tanto no existe legislación especial que ampare, regule y establezca estructura y contenido de las nuevas figuras, importadas o creadas por los prácticos, de garantías mobiliarias. Eso sí, un anclaje sin embargo incompleto y no exento de acudir a mecanismos de heterointegración con otras normas y figuras de garantía[19].

Un reducto incuestionable, blindado, independiente, fuerte y aislado de las pretensiones de cualesquiera otros acreedores que concurran a ese patrimonio de un deudor. Nuevas figuras, nuevas garantías y nuevos objetos que sirven de garantía. Mas ¿hasta dónde esa novedad y conforme a qué paradigmas?

El derecho de garantías, sobre todo de garantías reales, huye de las formas simples o simplificadas. Incluso de los encasillamientos codificadores. De estereotipos cerrados y cánones dogmáticos, incluso desacralizando la publicidad registral, como es el caso de la experiencia jurídica alemana, donde las principales figuras como la *Eigentumsvorbehalt* o la *Sicherungsübereignung* [reserva de dominio y transmisión en garantía (fiduciaria)] no tienen base tabular y por tanto de publicidad frente a todos. En efecto, los códigos decimonónicos regulan un tipo, quizás el originario, el genuino, de garantía, que notoriamente queda desfasado e incluso desajustado. La enorme variabilidad existente en el tráfico jurídico económico hace que las figuras más nucleares de las garantías se vean superadas por una realidad no exenta de cierta dosis de ingeniería y anhelo de superación de viejos anclajes que cercenan la esfera de poder o agresión sobre los bienes del acreedor. La evolución —constante evolución y adaptación—, la búsqueda de mecanismos garantorios más perfectos, más moldeables y resistentes o inmunizados para las necesidades de los operadores financieros, así como la prolongación sobreaseguraticia del objeto asegurado, no ceja. ¿Dónde situar el límite, dónde el *numerus clausus* o *apertus*, sólo en las garantías o también en la tipología de bienes susceptibles de ser el objeto de las mismas? ¿Qué hacer

(19) Así, conforme, CARRASCO, *Tratado de los derechos de garantía*, II, 2.ª ed., Cizur Menor, 2008, p. 157, cuando asevera cómo, por ejemplo, en ningún sitio dice el Código Civil que la prenda sea oponible a los sucesivos adquirentes de la cosa pignorada, algo que sí hace por ejemplo el artículo 1876 para la hipoteca. Así mismo el autor contrasta las enormes dificultades que presenta la Ley de hipoteca mobiliaria para suplir la carencia regulatoria de la prenda ordinaria o manual. La aplicabilidad supletoria lo es de la hipoteca ordinaria, regulada en el Código y la ley hipotecaria. Salvando la distancia de la inscripción y por tanto publicidad, que la prenda es distinta, sí será útil la regulación hipotecaria para resolver problemas no resueltos en el régimen especial incluso de las garantías mobiliarias registrables como es el caso de la hipoteca mobiliaria y la prenda sin desplazamiento. ¿Por qué no va a ser admisible por ejemplo que una prenda posesoria pueda constituirse sobre bienes previamente gravados o embargados?

con los problemas de una difusa frontera entre figuras híbridas e institutos jurídicos que no son propiamente garantías estrictas[20]? La práctica hace tiempo que ha adoptado el criterio *apertus* al menos en el ámbito de los bienes susceptibles de garantía, sean muebles o inmuebles, corporales o inmateriales, presentes o futuros, incluso las obligaciones futuras garantizadas por créditos futuros a pesar de rasgar o quebrar los criterios de la determinación erigidos en el viejo artículo 1273 del Código Civil[21]. Mas, ¿acaso nos hemos parado a pensar, siquiera reflexionar, sobre qué tipo de créditos se pueden pignorar?, ¿contractuales y extracontractuales? ¿Y qué ocurre por ejemplo en un crédito extracontractual en caso de una cesión global de créditos por cobrar? Pero también ha superado los viejos dogmas de la accesoriedad y el concreto vínculo de dependencia entre el crédito y la garantía[22]. Tampoco la evolución del lenguaje y los términos empleados, tales como el de garantía financiera[23].

---

(20) Al respecto, señalan JOBARD-BACHELLIER/BOURASSIN/BRÉMOND, *Droit des sûretés*, cit., p. 8, cómo entre estos problemas de frontera de la *summa divisio* de las garantías reales y personales destacan dos garantías especialmente emblemáticas de esta hibridación, de un lado la garantía real constituida en garantía de la deuda de un tercero, y por otro lado la prenda de créditos, donde la especialidad radica en el objeto de la prenda, el crédito. A ello se unen otras concepciones superadoras de la *summa divisio*, tales como las garantías para refuerzo del contenido obligatorio de un contrato, la garantía de pago o las garantías para conservar un derecho de prenda en general.

(21) Señala la *Guía Legislativa de la CNUDMI sobre las Operaciones Garantizadas,* Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional, Nueva York, 2010, p. 37, entre sus recomendaciones que es la de generalizar toda tipología de bienes como objeto de garantía (recomendación 2 a) con las excepciones puntuales que establecen las recomendaciones 4 a 7 (véase p. 68 del mismo trabajo) indica cómo es importante especificar exactamente lo que supone esta recomendación. En primer lugar, significa que la Guía abarca todos los tipos de bienes muebles. Comprende bienes corporales, como las existencias, los bienes de equipo y otros bienes, pero también todos los derechos de rango inferior a los de titularidad que pueda tener el deudor sobre dichos bienes, como un usufructo o los títulos contractuales que puede tener un deudor en relación con ese bien (por ejemplo, el de un arrendatario o un licenciatario). La Guía abarca otros bienes inmateriales, como los créditos por cobrar contractuales y no contractuales, los créditos contractuales no monetarios, los derechos nacidos de títulos negociales o de documentos negociables, los derechos al cobro de fondos acreditados en una cuenta bancaria, los derechos a recibir el producto de una promesa independiente y los derechos de propiedad intelectual. Bajo el evocativo interrogante de si «Liste limitative ou catégorie ouverte?» evocan este dilema SIMLER/DELEBECQUE, *Droit civil. Les sûretés. La publicité fonciére*, cit., pp. 10 y ss., donde disertan de un nuevo paisaje jurídico que ha ido progresivamente modificando la regulación de garantías. Las garantías realmente nuevas son «apparues». Las combinaciones contractuales han sido presentadas como constitutivas de garantías.

(22) Clásicos en nuestra doctrina los trabajos de DEMOGUE, «Ensayo de una teoría general de los derechos accesorios», *RDP*, 1930, n.º 197, pp. 33 y ss.; VATTIER FUENZALIDA, «Contribución al estudio de las obligaciones accesorias», *RDP*, 1980, pp. 28 y ss.; y más reciente, centrándose en el estudio de la crisis del principio tradicional de accesoriedad, SÁENZ DE JUBERA HIGUERO, *Relación entre el crédito y la hipoteca: alcance del principio de accesoriedad*, Madrid, 2008, pp. 213 y ss., p. 241, relativas sobre todo a las hipotecas en garantía de una obligación futura o sujetas a condición, este autor señala cómo uno de los problemas interpretativos mayores se crea en la fase en la que la obligación aún no ha nacido o la condición no se ha cumplido y se ponen de manifiesto las repercusiones de estas hipotecas en la interpretación tradicional del alcance del principio de accesoriedad.

(23) De hecho se ha producido una extensión del concepto, de este término, garantía financiera, más allá de lo que previsiblemente cabría esperar *a priori*. En efecto, en algunos ámbitos se asimila la misma a la compensación contractual. Así, y con respecto a la reforma que supuso la Ley 44/2002 de reforma del sistema financiero, destaca GÓMEZ-JORDANA, «Las garantías financieras como productos financieros derivados una revisión de la reforma y sus efectos», *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero* [SÁNCHEZ CALERO/SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (Coords.)], Cizur Menor, 2003, pp. 117 y ss., cómo entre las novedades introducidas por esta norma es «muy destacable la que se refiere a la modificación del reconocimiento, a efectos de la compensación contractual en supuestos concursales, de lo que podríamos llamar de forma genérica las "garantías financieras"». Véase el ingente trabajo CNUDMI, *Guía Legislativa de la CNUDMI sobre las Operaciones Garantizadas,* cit., y en la que parte, en su página 35, de una realidad incontestable, a saber, la no existencia de una

¿Dónde está el límite a una innovación no contrastable con normativa alguna sino creada por las entidades de crédito y la ingeniería financiero jurídica de los prácticos del derecho? Se habla de prendas e hipotecas ómnibus, globales, flotantes, pero carecemos de un anclaje normativo claro y seguro. Incluso la hipoteca de máximo en la reforma de 2007 dista mucho de la claridad necesaria que no enturbie su naturaleza y configuración. Mas ¿sirven los viejos anclajes normativos y estructurales para las evoluciones que ha sufrido el objeto de la garantía a la hora de constituir y configurar el derecho real de prenda?, ¿por qué no se ha previsto legislativamente por ejemplo que el constituyente de una garantía, hipotecante o pignorante, pueda en cualquier momento rescindir la garantía siempre que esta garantice a uno o varios créditos futuros y por un plazo indeterminado, tal y como permite por ejemplo el artículo 2423 del *Code*, de modo que cumpliendo un plazo de preaviso, toda vez que se produzca la rescisión, sólo serán validas las prendas o hipotecas que graven créditos nacidos con anterioridad a la rescisión[24]?

O si se prefiere, ¿debemos hacer el esfuerzo de reconstruir una teoría o un *corpus* general de los derechos reales de garantía, o en su caso del derecho real de prenda?, no se puede acudir sin más a aplicaciones analógicas de otras normas sobre prendas para otorgar ropaje jurídico a las nuevas figuras, los nuevos objetos. A efectos prácticos el interrogante lo centramos en el encaje o no de la prenda de créditos dentro del genérico de prenda de derechos, ¿estamos hablando de los mismos institutos garantizadores? Perdidas las homogeneidades o señas de identidad ante la múltiple variedad de bienes, derechos o activos que potencialmente pueden ser objeto del derecho real de prenda, se antoja difícil que las viejas normativas permitan abrigar los nuevos regímenes aplicables a las mismas. La especialidad del objeto en no pocos casos requiere normas también especiales que no se subsumen íntegramente dentro de las reglas o principios generales.

La cuestión es si estamos dispuestos a dar un paso más y realizar una reconfiguración o suerte de reconstrucción dogmática y estructural de la categoría o, por el contrario, seguimos anclados en un falso e insuficiente autoconformismo regulatorio. ¿Destipificamos el abigarrado y quizás obsoleto *numerus clausus* de garantías reales o por contra lo perpetuamos *ex tempore*? ¿Es posible construir funcional, que no estructuralmente, una categoría *omnibus*, global, flexible y con vocación expansiva de una única garantía real de claro cuño registral a efectos de transparencia informativa, aversión al riesgo e información de todo potencial acreedor?, ¿estamos en condiciones de elaborar y crear una figura de garantía

---

definición universalmente aceptada sobre los límites de todo régimen de las operaciones garantizadas. Señala cómo hay estados que consideran que ese régimen abarca las garantías reales constituidas tanto sobre bienes muebles como sobre inmuebles; otros en cambio restringen la aplicabilidad de tal régimen a las garantías reales sobre bienes muebles. Además, algunos estados estiman que el régimen engloba tanto las garantías reales contractuales como las creadas por ley o por proceso judicial, y, finalmente, otros estados sólo ven aplicable el régimen a las garantías reales contractuales.

(24) El legislador español sí ha regulado en el segundo párrafo del artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria, operada tras la reforma del mercado hipotecario que suscitó la Ley 41/2007, que para constituir una hipoteca en garantía de una o varias obligaciones presentes, y/o en su caso futuras, deberá hacerse constar en el registro, en la inscripción de la hipoteca, el plazo de duración de la misma, amén de otras circunstancias, pero no desciende hasta el extremo de la norma francesa en caso de rescisión y el mismo reconocimiento a ese derecho por parte del otorgante de la garantía. Adviértase además que la norma hipotecaria reconoce idénticos efectos a la hipoteca en garantía de obligaciones futuras que a la otorgada y constituida para garantizar obligaciones sometidas a condición suspensiva. Así, entre otros, GALLEGO DOMÍNGUEZ, «Comentario a los artículos 142 y 143 de la Ley Hipotecaria», en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales* [ALBALADEJO/ALABART (Dirs.)], VII, vol. 8, Madrid, 2000, pp. 33 y ss., p. 50.

o concepto capaz de extenderse a cualquier acuerdo u obligación de garantía y capaz de abarcar tanto bienes presentes como futuros, determinados o indeterminados o incluso ser capaz de gravar o garantizar la totalidad del patrimonio del deudor? Pero antes de entablar tan arduo planteamiento sí cabe diseccionar el ímpetu constitutivo real de la prenda. Máxime de la prenda de créditos, que, en puridad es más bien marginal que general, dado que la mayor parte de los derechos incorporales o créditos se representan a través de determinados instrumentos y valores, vieja categoría del título-valor, hoy realmente derecho-valor dada la desmaterialización de los mismos y su representación tabular. Se han creado arquetipos sin duda que se amoldan a las especifidades o particularidades propias de los derechos incorporales.

Pocas figuras o institutos jurídicos gozan de la vitalidad, el robustecimiento y a la vez ductilidad y flexibilidad que la prenda. Concepto éste polisémico donde los haya, y con una cara quizás poliédrica que no hace sino extender su objeto, su interés por las entidades financieras y, desde un punto de vista de análisis económico del derecho, su ahorro y dinamicidad en lo que a costes de transacción se refiere. Piénsese en la pignoración de instrumentos financieros (acciones, derivados, opciones, permutas, etc.), cuyo régimen de transmisión limitada en nada se parece al que abrigan los artículos 1857 y siguientes del Código Civil, pero tampoco al régimen general de la cesión de créditos de los artículos 1526 y siguientes del propio código. En ocasiones la regla general completa la especialidad, siquiera por la ficción jurídica, pues, ¿qué efectos tiene si no la inscripción registral conforme a la LMV y sobre todo el RD 114/1992 sobre la prenda de anotaciones en cuenta y qué efectos se buscan con el desplazamiento posesorio de la prenda común[(25)]? Piénsese igualmente en una prenda de dinero, prenda irregular. Los problemas no son pequeños y nada facilita las ambigüedades del legislador o la falta de cierto criterio y técnica legislativa, no exenta de contradicciones. Rota la armonía y atrapados en cierta desarmonía no pueden tolerarse discrepancias, exigencias y criterios divergentes cuando no antitéticos a la hora de hablar de perfecciones y constituciones de garantía prendarias. Han de proveerse garantías reales mobiliarias eficaces, partiendo de una regulación completa, segura, armónica, proporcionada en sus fines y consecuencias frente a terceros, favorecedora del crédito y resolutiva en caso de exigibilidad.

El culmen lo ha marcado tal vez la liberación de documento público del artículo 90.1.6 de la norma concursal que admite que tanto a efectos de constitución como, sobre todo, de oponibilidad, sirva el documento privado siempre que la fecha conste fehacientemente. Y lo ha hecho a la par que recogía legalmente por vez primera la existencia y configuración

(25) Crítico, sumamente crítico, se muestra CARRASCO PERERA, *Tratado de los derechos de garantía*, 2.ª ed., Cizur Menor, 2008, p. 234, cuando pone en cuestión la remisión al régimen de la cesión de créditos de la prenda de créditos, algo por lo demás problemático. Así, asevera el autor cómo modernamente se discrepa en la doctrina y se es ambivalente al sostener o bien que la prenda de créditos como tal no es ni tan siquiera tal prenda, sino pura cesión limitada a fines de garantía, o que la prenda no es más que el modo de llamar al efecto que produce una cesión en garantía o que la prenda se constituye mediante una cesión en garantía. De este modo, el meritado autor indica categórico: «Pero con esta construcción no se gana nada, pues no existe un contrato de cesión de créditos como tal, sino un efecto jurídico (cesión) que se puede producir mediante una multiplicidad de tipos negociales. Sería preciso construir un tipo negocial *ad hoc* para ceder un crédito en garantía, y resulta que no existe otro que la prenda, que bien puede constituirse como contrato que tiene por efecto y causa la cesión en garantía de un crédito».

de la prenda de créditos. Nos recuerda la sentencia del Tribunal Supremo de 20 de junio de 2007 cómo:

> «… FJ Segundo: (…) la cuestión de si los créditos pueden ser objeto de prenda ha sido estudiada y resuelta por la jurisprudencia de esta Sala en un sentido positivo … Ha de resaltarse, además, que esta jurisprudencia ha encontrado su respaldo en la Ley Concursal, …, que reconoce la aptitud de los créditos para ser objeto de derecho real de prenda, con el consiguiente privilegio especial del acreedor pignoraticio sobre ellos.
>
> Respecto de las fechas de constitución de la garantía prendaria y del nacimiento de los créditos la recurrente omite que en la póliza de afianzamiento, concertó a favor de Banesto con intervención de Corredor de Comercio, se pactó la garantía para "cualesquiera débitos que pudiera tener contraídos o que contraiga en el futuro con Banesto". El art. 1861 Cód. Civ., dice que la hipoteca o la prenda pueden asegurar toda clase de obligaciones, ya sean puras, ya estén sujetas a condición suspensiva o resolutoria. El crédito futuro puede ser considerado jurídicamente como sometido a la condición suspensiva de que llegue a existir, y la garantía quedará entonces condicionada de la misma forma. Además, si la Ley admite la hipoteca en garantía de créditos futuros (art. 142 Ley Hipotecaria) y la fianza por deudas futuras (art. 1825 Cód. civ.), no hay obstáculo que impida la constitución de una prenda en garantía de tales obligaciones».

Mas no lo dice así el artículo 1865 CC para el caso de la prenda ordinaria o común, como tampoco lo decía en su momento la normativa aún proyectada (y creemos desterrada) de la Propuesta de Anteproyecto de Ley de modificación de los capítulos II y III del Título XVII del Libro Cuarto del Código Civil (arts. 1921 a 1929) en los que parece, sin duda parece, exigirse el documento público cuando la *ratio* de la preferencia es absolutamente idéntica tanto concursal como extraconcursalmente. De otra parte, faltos de un anclaje claro y firme, la tarea de reconstruir un cuerpo normativo racional sobre la prenda tiene como perentorio punto de partida la disección estructural y negocial de otras figuras próximas pero distintas, que tanto en su finalidad como en ocasiones en su estructura, al menos en sus perfiles, presentan cierta similitud. Piénsese así, a título ejemplificativo, en otros negocios jurídicos, tales como la cesión de un crédito *pro solvendo*, que en puridad no es una prenda de créditos.

Delimitar o perimetrar dónde y hasta dónde alcanzan los límites, las sombras de prolongación, de garantía, de fuerza atractiva y hacerlo con seguridad y anclaje normativo es una tarea imprescindible. Como prueba de un debate estéril e inconcluso la viabilidad de la pignoración de créditos futuros, prendas globales u ómnibus, rotativas o sustitutivas, así como marcar una premisa básica y *ex ante*, ¿de qué se predica la globalidad, de la garantía o de las distintas y sucesivas obligaciones entre las partes implicadas?

El encadenamiento de garantías, pero sobre todo la reversibilidad de las mismas, que quedan afectas a unos (los primigenios) y otros (los posteriores) créditos en una suerte sempiterna de prolongación de un hipotético derecho de retención de la prenda (*ex* artículo 1866 Código Civil), así como la escasa transparencia de liberación de los créditos objeto de garantía cuando se amortiza la obligación principal o garantizada, constituyen los vórtices de una no pequeña y menos disimulada controversia jurídica, oportuna y tal vez opor-

tunista[26]. La renovación se abre paso, la anchura de sus requisitos, elementos esenciales, posesión o desposesión en caso de bienes muebles, publicidad registral o no, así como la multiplicidad de objetos, corporales o no, presente y futuros, meros proyectos y flujos de caja, etc., amén de la complementariedad, la rotación o sustitución de objetos garantizados, así como la exigencia desmesurada de valores de garantía que rayan los límites de lo normal y trascienden a los del abuso, es cada vez mayor.

No ha de extrañarnos, ante la carencia de umbrales o limitaciones normativas, que los financiadores abusen hasta cierto punto de la garantía, exigiendo múltiples simultáneamente y una absoluta disposición del *ius exigendi* en función de sus intereses, garantías que pueden ser tan desproporcionadas como cercenadoras del valor patrimonial de la capacidad del deudor. La sobregarantía es una constante que ha de colegirse con la viabilidad y admisibilidad al mismo tiempo de cesiones de créditos globales, sean éstos presentes o futuros. ¿Hasta dónde son admisibles los colchones o márgenes de garantía —*Beleihungsquote*— que suponen apalancar bienes o derechos que exceden manifiestamente en su valor del valor de la obligación principal[27]?, ¿hasta dónde se debe permitir que una prenda global no permita individualizar o imputar responsabilidad parcial a cada crédito del conjunto de bienes, activos y derechos que la componen de modo que permita liberar esos mismos activos a medida que se va cumpliendo o liberando la obligación u obligaciones?, ¿debemos admitir por el mero hecho de que la práctica adopte figuras anómalas o importadas de otros ordenamientos prendas que graven la totalidad de los créditos futuros de un deudor y que afectan a la totalidad o gran parte del patrimonio del deudor pignorante? Afectación indiscriminada, pérdida absoluta en suma de la discrecionalidad, la libertad de pactos, incluso el abuso y la desproporción. ¿Dónde radica la probidad, los límites tanto cuantitativos como temporales ante el hecho de que al derecho le repugnan las vinculaciones perpetuas, las buenas costumbres, la proporcionalidad? Globalidad de garantía apunta a sobregarantía y ésta a condición predispuesta e impuesta por la parte fuerte contratante. ¿Dónde está la proporción entre la imposición de una garantía y el riesgo asumido? De poco o nada nos sirve o nos dice el

---

(26) Señala así GARCÍA VICENTE, *La prenda de créditos*, Cizur Menor, 2006, p. 91, cómo además se produce el problema de que si no se obliga a la liberación de los créditos afectos cuando se produce una sucesiva amortización del crédito garantizado implica además la no adjudicación de porciones de responsabilidad. Sagazmente el autor trae a colación una apreciación cierta y manifiesta. A saber, la despreocupación que hasta el momento hay tanto doctrinal como jurisprudencialmente sobre estos extremos. Reflejo muy exacto de la Sentencia del Supremo de 21 de octubre de 2003 en la que se trataba de la calidad de unos valores pignorados en una promesa de prenda cuyas acciones o valores debían cubrir el 210% del crédito garantizado. El autor ancla el análisis en si se establece que la libre disposición *ex* artículo 1859 CC es exigible al tiempo de ejecución de la promesa y no desde el momento de su celebración.

(27) Al respecto son expresivas y sintomáticas, amén de categóricas, las palabras de CARRASCO PERERA en el prólogo a la primera edición de CARRASCO/CORDERO/MARÍN, *Tratado de los derechos de garantía*, I, cit., p. 62, quien al plantearse el tratamiento o no de ciertas garantías flotantes, ómnibus, etc., y a tenor de los límites del sobreaseguramiento, señala: «Es cierto que los formularios bancarios que se manejan en España están plagados de sobregarantías flotantes, rotativas, ómnibus. Pero también es cierto que, y esto lo digo por experiencia, no asiste asidero alguno en que colgar los arreos de un debate sobre la materia, salvo alguno fuera de lugar contenido en la Ley Catalana de Garantía Posesoria de 1991 y alguna punta que se pueda sacar a este o aquel precepto de la Ley de Hipoteca Mobiliaria o al viejo Decreto de 1917 sobre la prenda agrícola. En este estado de cosas, sólo nos hubiera cabido reproducir, por ejemplo, el debate, largo y moroso, habido en Italia, y, como es propio de juristas españoles, pronunciarnos en cada caso a favor de una cosa u otra, … hablaríamos de la exigencia del principio de determinación, del principio de protección de la confianza, de las buenas costumbres (esto si hubiésemos leído maestros alemanes), de la *par conditio*, de la protección del deudor (sobre todo del deudor débil), etc., y al final avanzaríamos una genérica propuesta no contrastable».

prontuario del artículo 88 del TRLGDCU cuando asevera que se presume que no existe desproporción en las cláusulas sobre garantías en los contratos de financiación o de garantía pactadas por entidades financieras que se ajusten a su normativa específica.

La búsqueda de un óptimo equilibrio entre los costes de transacción e información y el robustecimiento de eficientes garantías que privilegien e inmunicen la posición creditual frente al resto de acreedores y no tanto frente al deudor se ha convertido en el epicentro de toda garantía. El acreedor incurre, pero también traslada al coste del crédito a través de la garantía, el coste de búsqueda, de información ante las dudas que puede generar el deudor o solicitante de crédito. Duda de la factibilidad de la operación, de los resultados alternativos en pro de una racionalidad armónica y conjunta a la vez. Incurre en costes de decisión y negociación ante las dudas que genera no atesorar toda la información suficiente sobre el deudor y sus resistencias, costes igualmente de monitoreo ante la incertidumbre que puede generar la proclividad mayor o menor al cumplimiento de resultados alternativos[(28)]. Hasta dónde ha de llegar ésta es una incógnita, como también lo es la timorata reacción del legislador. Hoy nadie se rasga las vestiduras por hablar y amparar sin ambages la fiducia o venta en garantía como una más de las garantías reales, ¿qué decir si no de la regulación dada a las garantías financieras en 2005, donde entra de lleno la *fiducia cum creditore* que sin embargo ha sido desterrada en la norma concursal?

Los viejos estereotipos tanto decimonónicos como de los años cincuenta petrificados en los códigos o en la propia ley de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento empiezan a hacer aguas, si no lo han hecho ya hace tiempo. Cada vez la práctica ha ido anunciando, amén de anticipándose, a la vez que modelando nuevos arquetipos y figuras extensivas, abarcadoras de todo crédito, omnicomprensivas de toda fecha y sobre todo, resistentes a toda vicisitud que pueda sufrir el patrimonio del deudor, significativamente el concurso de acreedores. En no pocas ocasiones el afán mimético ha implicado, como no podía ser de otra forma, que el atraer a nuestro ordenamiento, *recte*, praxis financiera, arquetipos o constructos jurídicos perfilados conforme a otros ordenamientos, menos causalistas que el nuestro y menos abigarrados quizás por la ortodoxia codicística.

El escenario buscado y pretendido es claro, garantías resistentes, inmunes, blindadas a favor y en exclusiva para un financiador. No importa el deudor ni su patrimonio, tampoco el interés del resto de acreedores, máxime ordinarios. El conflicto o choque de intereses es claro. La ingeniería financiera y contractual al servicio de fórmulas eclécticas y pseudo constructivas que preferencien al mercado financiero del crédito. Las garantías clásicas o más tradicionales se han ido paulatina pero progresivamente fragmentando, diluyendo su núcleo de homogeneidad y adaptándose en definitiva a las permeabilidades que el tráfico y el rigor del crédito ha ido demandando. La flexibilidad de la garantía pese al riesgo de desnaturalización que lleva ínsita ha proporcionado sin embargo una mayor eficiencia y valor de utilidad en la misma. Ganada ésta, se gana sin duda eficacia[(29)]. Pero esa flexibilidad, esa

---

(28) Sobre estos extremos, y sin entrar bajo la égida clara del análisis económico del derecho, son cuando menos atractivas las nociones de COLEMAN, *Riesgos y daños*, Madrid, 2010, pp. 138 y ss., y su análisis de los costes de las garantías, así como las distintas racionalidades que afloran, a saber, conjunta, de concesión en individual. En otro orden de ideas, véase la contribución a modo de ensayo, VEIGA COPO, *Las garantías reales —nuevas figuras—*, Bogotá, 2010, pp. 19 y ss.

(29) En este sentido, sobre la fortaleza de la eficacia de la garantía sin sacrificio o merma de los derechos del acreedor, vid., entre otros, GRIMALDI, «La prenda en el derecho francés: derecho positivo y proyecto de reforma»,

eficacia y esa seguridad ha ido perfilándose y tejiéndose a medida que los ámbitos del crédito también se han ido ensanchando, renovándose las figuras, reinventándose a sí mismas. En suma, hemos y estamos asistiendo en los últimos años a un incesante reinvento de las figuras crediticias y garantizadoras. ¿Qué decir de la evolución que ha experimentado la hipoteca?; piénsese en la posibilidad de una hipoteca recargable que se consagra legalmente en la Ley 41/2007. Instituto que no está definido realmente en nuestro ordenamiento, que es mímesis aunque no absoluta de la legislación francesa de 2006 pero que implica que se amplía el principal de un préstamo hipotecario que se ha ido amortizando en el tiempo hasta volver a sumar el importe primero concedido o una porción del mismo. Como fácilmente es imaginable la garantía permanece vinculada íntegramente al préstamo con recarga así como el grado o rango prelatorio que tenía. La cuestión, que será la pauta de discusión, es la fecha de la constitución, tal y como sucede con garantías sustitutivas de valor como son las prendas rotatorias de valores o instrumentos financieros[30].

3. EL RIESGO DE VACIAMIENTO PATRIMONIAL ANTE LA EXTENSIÓN CONTRACTUAL DE LA GARANTÍA

¿Hasta dónde debería extenderse, si es que debe extenderse, el amparo prelatorio y garantizado del crédito hipotecario, o en su caso prendario, antes de que el mismo se renueve, se recargue, se modifique en suma?, ¿es invariable, inmutable, inmune a las pretensiones del resto de acreedores que atacarán esta figura o tratarán de asimilarse a ella en sus comportamientos ante el riesgo?, ¿se puede recargar, extender en suma, todo tipo de crédito, o sólo el hipotecario bancario tal y como se desprende de la Ley 41/2007?, ¿y el resto de créditos y pactos convencionales que estatuyesen semejante posibilidad?, ¿qué grado de resistencia presentan en un concurso de acreedores?

Formular una garantía global, flotante, rotativa o sustitutiva, sea una hipoteca, sea una prenda, incluso una prenda de créditos, ha generado cuantiosos cuestionamientos doctrinales, no tanto sobre su validez o no cuanto por las limitaciones que la misma debe o no tener en el derecho patrimonial y máxime en la tutela conflictual el crédito. Abordar cuestiones como la propia esencia de la extensión de una garantía, como por ejemplo la hipoteca inmobiliaria, a pertenencias que pueden ser objeto de otras figuras o institutos de garantía real es una cuestión que no está cerrada ni tampoco exenta de cierta polémica. No puede ignorarse la especial proclividad o ductilidad de ciertos bienes para ser objeto de diferentes garantías.

¿Qué sucede con la globalidad cuando de bienes y de valores, o nuevos valores que el objeto de las garantías sufre a lo largo de la vida de la relación creditual?, ¿cómo modela la garantía[31]? ¿Cuál sería entonces el límite a las cláusulas o pactos unilaterales de extensión

---

Garantías reales mobiliarias en Europa [LAUROBA/MARSAL (Eds.)], Madrid, 2006, pp. 17 y ss., p. 21. También, cómo no, GOODE, *Legal Problems of Credit and Security*, 3.ª ed., Londres, 2003, parágrafos 5-65.

(30) Uno de los mejores tratamientos que ha recibido la hipoteca recargable la encontramos en AZOFRA, «La hipoteca recargable: realidad o mito», *Diario La Ley*, número 7162, 27 de abril de 2009, pp. 1 y ss., para este autor podría utilizarse el término recarga para designar la extensión de una hipoteca existente a la cobertura de obligaciones diferentes de aquella para cuya seguridad se constituyó inicialmente (lo sean del mismo acreedor inicial, lo sean de uno nuevo).

(31) Véase en la experiencia inglesa, y máxime respecto a la *floating charge* y el concurso, las implicaciones que suponen a la hora de expandirse el *new value*. Un amplio desarrollo teniendo presente la legislación de insolvencias y,

de ciertas garantías reales sobre bienes que *a priori* escaparían de su aseguramiento?, ¿qué decir de una hipoteca inmobiliaria con semejante extensión sobre bienes muebles que pueden ser objeto de garantías mobiliarias con o sin desplazamiento de la posesión(32)?

Piénsese en esos supuestos de bienes que pueden ser absorbidos por la extensibilidad de una hipoteca inmobiliaria pero que al mismo tiempo pueden ser también objeto de una hipoteca mobiliaria y otros bienes objeto de una prenda sin desplazamiento. Ahí entran en juego la hipoteca de maquinaria industrial, las mercancías de una empresa, que pueden ser garantía propia o subsumirse por extensión en la sombra de la primera, hipotecas de establecimiento mercantil que gradúan su extensión y alcance en hasta tres niveles entre los que se incluye el derecho al arrendamiento, etc. Es éste uno más de los múltiples problemas o complejas combinaciones que las tradicionales garantías empiezan a desarrollar. Qué decir cuando de créditos u obligaciones futuras determinadas, incluso indeterminadas, son objeto de esta extensión, de esta prolongación encadenada a una primera garantía. ¿Y la innata capacidad de fruición de algunos bienes muebles que están sujetos a garantía?

¿Quién soporta realmente la carga de una garantía global, el deudor o el resto de acreedores ajenos al pacto y sin embargo afectados por el mismo? Legalmente, y con basamento en el artículo 1532 del Código civil, amén de la Disposición Adicional 3.ª de la Ley 1/1999, se ha admitido sin tapujos la cesión global de créditos, como también la venta de la totalidad de derechos, rentas o productos(33).

Si tomamos como muestra la posibilidad cierta de una pignoración global, no estamos haciendo otra cosa más que un acto, que constituir en garantía un conjunto de créditos futuros del deudor que vendrán delimitados cualitativa y temporalmente, normalmente referenciados a un marco de actividad, que es la que genera o hace nacer dichas obligaciones crediturales. La particularidad es que el crédito nace sometido a pignoración, sin necesidad de constituir una nueva prenda a medida que los mismos surgen con ocasión de la actividad u objeto social del pignorante. Como fácilmente es adivinable los problemas que plantea la figura no son tanto su validez o licitud como la oponibilidad, máxime de fecha de nacimiento del crédito garantizado, frente a los eventuales acreedores del pignorante. A ello súmesele el halo de publicidad negativa u oculta que la figura puede llegar a tener.

A medida que el crédito nace, éste ya está afecto a un derecho real de garantía. ¿Qué juego depara una cláusula de globalización en un escenario de concurrencia de acreedores a los que se les impone la misma y que probablemente han ignorado?, ¿puede decirse que

---

especialmente la *section* 245 y la experimentación de este *new value*, que normalmente se traduce en dinero, bienes, servicios, pago de deuda, etc., y la validez o no de la garantía flotante, en GOODE, *Principles of Corporate Insolvency Law*, 2.ª ed., Londres, 2005, pp. 484 y ss., parágrafos 11-111 a 11-119. Por su parte, y en el marco global de las garantías mobiliarias, véanse los estudios, las prospectivas y realidades prácticas que nos ofrecen autores como VENNEZIANO, *Le garanzie mobiliari non possessorie. Profili di diritto comparato e di diritto del comercio internazionale*, Milán, 2000, pp. 122 y ss.; CANDIAN, *Le garanzie mobiliari. Modelli i problema nella prospettiva europea*, Milán, 2001, pp. 110 y ss.

(32) Sobre esta cuestión ya se ha pronunciado con claridad CORDERO LOBATO, «Prenda sin desplazamiento e hipoteca mobiliaria», *Garantías reales mobiliarias en Europa* [LAUROBA/MARSAL (Eds.)], Madrid, 2006, pp. 77 y ss., especialmente pp. 80 a 86.

(33) Una de las primeras voces en pronunciarse, GARCÍA-CRUCES, «El contrato de *factoring* como cesión global de créditos futuros», *ADC*, 1989, vol. 2, pp. 377 y ss., especialmente pp. 396 y ss. Una de las voces más importantes a la vez que autorizadas, sin duda, GARCÍA VICENTE, *La prenda de* créditos, Cizur Menor, 2006, pp. 167 y ss.

la misma es fuente de abuso o lesividad frente al resto de acreedores?, ¿cómo pueden descontar el riesgo de estas cláusulas de globalidad, de futuridad del crédito, otros acreedores si las mismas no necesitan de registro o inscripción? Y, sobre todo, concursado el pignorante que a la vez es deudor del crédito que se garantiza, ¿qué sucede con los créditos futuros, que según la extensión y globalidad de la prenda nacen ya sometidos a la garantía?, ¿enerva el concurso de acreedores la inmunidad o impunidad de semejantes garantías, o el propio hecho del concurso se convierte en una situación que cercena la eficacia de la cláusula global? No es fácil ni se antoja sencillo tampoco responder cada uno de estos interrogantes. La ingeniería financiera no debe quizás ampararlo todo y menos si el coste de sus exigencias no es tanto para el deudor cuanto para otros acreedores. Indudablemente hay que indagar en la esencia de esos créditos futuros, la causa de los mismos, las relaciones *inter partes*, la oponibilidad y su alcance real y efectivo. La incidencia del concurso sobre el deudor concursado y garante puede ser decisiva a la hora de configurar el alcance de estas garantías. Habrá que ver el origen de los créditos, si responden a relaciones bilaterales sinalagmáticas o no, si la administración concursal las resuelve o facilita por el contrario, etc.[(34)].

Sin duda, el cuestionamiento fundamental parte de una hipótesis racional, cual es ¿hasta qué punto es lógico que un deudor decida, o se vea compelido en la mayor parte de las ocasiones, a ceder la totalidad de sus créditos futuros frente a un mismo acreedor?, ¿puede «hipotecar» todo su patrimonio, presente y futuro?, ¿qué espacio le queda a lo que sin duda es más un principio genérico, utópico que real, de la responsabilidad patrimonial universal —idea valor cual la *par conditio creditorum*—? ¿Es lícito en consecuencia modular o atemperar restrictivamente al menos respecto a la totalidad de acreedores el principio de la responsabilidad patrimonial universal?, ¿qué papel o protagonismo va a tener entonces?

Y a pesar de que nada dice el derecho positivo y más el Código Civil en este ámbito, sí del juego de los artículos 634 y 635 que limitan en interés del propio donante lo que puede ser donado, al prohibir la donación global de su patrimonio, *mutatis mutandis*, sería éste un punto al menos de reflexión acerca de si la cesión limitada, nada decimos de la dominical, de los créditos futuros del deudor debe o no limitarse o restringirse. A nuestro entender, el riesgo de semejantes cláusulas es, amén de que las mismas puedan convertirse en abusivas por el peligro de aseguramiento, el desvalijamiento del propio patrimonio del deudor, la *Ausplenderung* del derecho alemán. Los costes de monitoreo, o de agencia en todo caso, del acreedor se reducen a cero, dado que es la totalidad del patrimonio, o de una buena parte del mismo, el que *de facto* y de futuro pasa a ser controlado y garantizado a favor de un acreedor que se inmuniza frente a las pretensiones del resto de acreedores presentes y sobre todo futuras del deudor. Pensemos un momento en el *project finance* como mecanismo de financiación de grandes proyectos de inversión que pivota fundamentalmente tanto en la capacidad para generar flujos de caja como en la rentabilidad de los proyectos, y en los que la prenda abarca o monopoliza la integridad del flujo de caja de una sociedad.

---

(34) Como bien ha apuntado GARCÍA VICENTE, *La prenda de créditos*, cit., p. 167, las soluciones ofrecidas por distintos autores van desde los que consideran que ha de establecerse la oponibilidad al concurso de aquellos créditos que nazcan de relaciones obligatorias preexistentes a la declaración de concurso, y negársela a aquellos créditos, puramente futuros, que nazcan de contratos celebrados después, a quienes han vinculado la solución a la protección que merezca el acreedor prendario como acreedor garantizado que ha satisfecho íntegramente las obligaciones que derivan del contrato de financiación. Mas es concluyente el autor cuando señala cómo ninguna de estas soluciones se compadece en nuestro derecho positivo.

El crédito es imprescindible, innato y anterior para la prenda, como para el resto de garantías reales. Esquema éste que sin embargo ha de atemperarse ante la admisibilidad de prendas sobre créditos futuros, no natos, determinados, siquiera indiciariamente, bajo amplios parámetros de identificación de las obligaciones que darán origen a los mismos. Nos recuerda la sentencia del Tribunal Supremo de 20 de junio de 2007, en su fundamento segundo, cómo el artículo 1861 del Código Civil señala que la hipoteca o la prenda pueden asegurar toda clase de obligaciones, ya sean puras, ya estén sujetas a condición suspensiva o resolutoria. El crédito futuro puede ser considerado jurídicamente como sometido a la condición suspensiva de que llegue a existir, y la garantía quedará entonces condicionada de la misma forma. Además, si la ley admite la hipoteca en garantía de créditos futuros (artículo 142 Ley Hipotecaria) y la fianza por deudas futuras (artículo 1.825 Código Civil), no hay obstáculo que impida la constitución de una prenda en garantía de tales obligaciones[35]. Adviértase además cómo la prenda de créditos reduce igualmente los costes económicos ínsitos en la propia garantía, sean éstos de constitución, de administración y, en su caso, y de modo indefectible, los costes recuperatorios o de ejecución. En unos supuestos basta que conste de modo fehaciente e indubitada la fecha de constitución, sin necesidad de documentación pública, tal y como reza la propia normativa concursal en su artículo 90.1.6.º Ley Concursal, de otro, de cara a la administración y monitoreo de su garantía el acreedor pignorante asegura su posición, al menos *a priori*, si opera la notificación al deudor cedido de la propia pignoración del crédito. Y finalmente, de cara a la ejecución o realización de la garantía en caso de incumplimiento de la obligación principal, los costes de la misma son exiguos, dado que, en la mayor parte de los supuestos, opera la compensación o en su caso la imputación unilateral del pago.

Confianza que requiere seguridad, publicidad e institutos adecuados, modernos y dinámicos. Pero también utilidad de unos y otros. No todo vale como garantía. Sin ésta no hay crédito. Pero en este escenario conviven los viejos institutos o instituciones de los códigos con toda una ingente batería de nuevos productos que la práctica ha ido cincelando, a veces esculpiendo, a lo largo de todos estos años. Garantías que nacen de marcos amplios, de convenios de garantía ampliados que prolongan su afectación real a nuevos bienes, nuevos activos, exigiendo garantías complementarias que preserven los umbrales o colchones de valor. Mas ¿cómo se delimita el crédito garantizado y su extensión en su caso?, ¿son admisibles cualesquiera convenios de ampliación de una garantía que garanticen todos los créditos que puedan surgir de las relaciones jurídico económicas entre garante y garantizado aun siendo créditos futuros?

¿*Quid* si la persona del garante y el deudor son distintas?, ¿cómo alcanza en este supuesto la finalidad extensiva de un marco contractual garantizador en el que todo crédito

(35) Entre otras muchas, define la sentencia del Tribunal Supremo, de 26 de septiembre de 2002, la prenda de derechos como el derecho real de prenda que no recae sobre una cosa, sino sobre un derecho, y al acreedor pignoraticio se le transmite, no la posesión de la cosa, sino el poder en que el derecho consiste, que le permite realizarlo. En el caso de prenda sobre derecho de crédito se producen los mismos efectos que la posesión, por la notificación al deudor y por la facultad del acreedor pignoraticio de percibir directamente el crédito que ha sido objeto de aquella prenda. Fueron pioneras de la admisión jurisprudencial, adelantándose a la doctrina, sentencias del Supremo y que tenían normalmente como ponente a Gullón Ballesteros sobre todo en las dos primeras, pronunciamientos de 19 de abril y 7 de octubre de 1997, 27 de octubre de 1999, 25 de junio de 2001, y 10 de marzo de 2004.

queda indefectiblemente pignorado[36]? ¿Ha de responder la garantía futuro a una identidad causal (*ex eadem causa*) en todas las obligaciones o créditos que surjan entre las partes o por el contrario éstas pueden responder a cualquier marco obligacional por el que resulten créditos?, qué decir igualmente de la posibilidad de constituir garantías reales sobre pretensiones indemnizatorias que sustituyan a las originarias o primigenias en caso de incumplimiento de la prestación principal contractual, ¿cabe tal subrogación de un modo automático?, ¿por qué no sería admisible la pignoración de una pretensión dimanante de una indemnización de daños y perjuicios consecuencia del incumplimiento de un contrato? Podría quizás discutirse como límite de esta mutabilidad jurídica si estamos en un marco de garantías de deudas propias o de garantía de tercero. De si cabría o no la prolongación sustitutiva de la garantía a pretensiones que derivan de daños por responsabilidad extracontractual cuando las mismas rompen el nexo causal con una relación contractual *strictu sensu*. Como bien se ha afirmado, la bondad o el valor de la prenda dependerá de la solvencia del deudor cedido y no de la conducta del pignorante[37].

Garantías que suponen de futuro un vaciamiento patrimonial del deudor, y máxime del resto de potenciales acreedores. Garantías holísticas, atrapalotodo, que deambulan entre la formalidad del documento público y la ausencia manifiesta de publicidad registral[38]. Créditos presentes y futuros que sirven de garantía, conjunto de créditos, incluso créditos sometidos a condición[39]. Razones de ser que buscan seguridad pero también cierta laxitud en las nuevas garantías, máxime cuando estas son créditos. Se dinamiza la riqueza y movilidad del crédito *per se*, se le dota de mayor valor, se flexibilizan y abaratan sus costes de creación y constitución, pese a no pocos pozos de ambigüedad y duda, incertidumbre y lagunas jurídicas[40]. Globalizaciones, flotabilidad, máximos, son adjetivaciones que la dinámica negocial no exenta de cierta ingeniería jurídica y social ha ido ahormando y ge-

---

(36) Sobre la divergencia garante y deudor se ha pronunciado en no pocos casos la jurisprudencia alemana del BGH. Sentencias que plasman los graves inconvenientes que a la postre acarrea la discordancia de créditos que no garantizan precisamente la esfera de relaciones comerciales continuadas y en cierto sentido *ex eadem causa*, sino otros negocios diferente o *ex dispari causa*. En la doctrina véanse los trabajos de REINICKE/TIEDTKE, *Kreditsicherung*, 5.ª ed., Neuwied, 2006, pp. 344 y ss.; VON WESTPHALEN, *ZIP*, 1984, p. 9.

(37) Conforme en este punto, GARCÍA VICENTE, *La prenda de créditos*, cit., p. 27. El mismo autor advierte acertadamente que sin embargo cuando estamos ante créditos futuros los que se pignoran, o bien cuando dependan de contratos biliterales pendientes de ejecución los costes de administrar la prenda, no son en absoluto despreciables.

(38) Es este, el de la falta de publicidad formal y registral, un problema recurrente en el mundo de las garantías mobiliarias, máxime en las garantías sobre créditos. Véanse en la literatura comparada las últimas aportaciones de HEESE, «Das U.S. –amerikanische Registerpfandrecht als Modell für deutsche und europäische Reformen?», *KTS*, 2010, n.º 4, pp. 405 y ss.

(39) Nos recuerdan WESTERMANN/WESTERMANN/GURSKY/EICKMANN, *Derechos reales*, II, 7.ª ed., (1998), Madrid, 2007 [CAÑIZARES, et.al. (traducción de)], p. 1.480, cómo el objeto del derecho de prenda son las cosas muebles y los derechos, sin distinción por el hecho de ser estos relativos (p. ej., créditos) o absolutos (p. ej., deudas inmobiliarias, patentes). La cualidad propia de un derecho, permitir los cambios de atribución, no depende de su eficacia absoluta o relativa.

(40) Al respecto véanse las reflexiones de GARCÍA VICENTE, *La prenda de créditos*, cit., p. 26, cuando apela a que una de las razones del éxito de esta garantía es que minimiza ciertos costes adosados a las garantías, sean de transacción, sean de ejecución. La razón principal de ser, a juicio del autor, es la maximización de la riqueza crediticia que facilita la circulación. Trae con acierto a colación la sentencia del Tribunal Supremo de 10 de marzo de 2004, cuando asevera que «el crédito tiene obviamente un valor, que no hay ninguna necesidad física y jurídica de que quede inmovilizado, lo que además sería anómalo e incongruente en una sociedad económica como la actual, en la que los créditos juegan un papel esencial en el tráfico económico».

nerando en los últimos años. Una huida de las formas simples y una incesante búsqueda hacia un mar de garantías globales, encadenadas, complejas e incluso compuestas.

Y esta evolución, iniciada y no detenida, ha sido consecuencial, primero rompiendo viejos anclajes o dogmas, una obligación *versus* una garantía, o una obligación versus una hipoteca/prenda hacia pasos indiferenciados en los que se han prodigado derechos reales de garantía que pudiesen a un mismo tiempo cobijar y ofrecer cobertura garantoria a diferentes obligaciones concatenadas unas veces, autónomas e independientes entre sí otras, cuyos perfiles y parámetros gozaban de cierta indeterminación en el título de garantía constitutivo pero genérico y ambiguo.

La práctica sobre todo mercantil y financiera avanzaba por unos caminos diferentes a los que marcaban los viejos códigos y las vetustas legislaciones. Doctrina y en especial no poca jurisprudencia, sobre todo de la Dirección General de los Registros, rehuían de las nuevas singladuras. Su argumentación era inequívoca, vulneración de los principios vertebradores del derecho patrimonial, y en no pocas ocasiones del derecho registral, tales como el principio registral, pero también obligacional, de determinación y especialidad de la obligación garantizada, trasgresión del principio de accesoriedad de la garantía respecto de la obligación principal(41). Se subsumían bajo unas amarras artificiosas condiciones o cláusulas *omnibus*, holísticas, globales, a las que había que añadir no pocos problemas de hermenéutica e interpretación sobre el alcance, validez y eficacia de tamañas cláusulas tan estandarizadas como impuestas y aceptadas. Ofrecer garantías o coberturas a través de un único derecho de garantía que sirviese para distintas obligaciones desconectadas las unas de las otras, nacidas o no, sin una causa o hilazón común, dejó de ser hace demasiado tiempo un *desideratum* y se ha convertido en una pauta financiera. Todo lo que pudiese ser objeto de realización de valor es atraído por el prisma de las cargas, los gravámenes, los derechos reales en suma de garantía.

La práctica también ha sido prolífica en albergar una pluralidad de obligaciones, de créditos en suma, a través de una única garantía que cubría tanto obligaciones presentes como futuras que el propio contrato o título de garantía definía, o cuando menos sentaba unas delimitaciones de determinabilidad. El último anclaje vendría por el establecimiento de umbrales máximos de responsabilidad, los máximos en suma de responsabilidad hipotecaria que al fin y al cabo se desvincula de concretas obligaciones garantizadas.

Es aquí y ahora donde irrumpen con fuerza figuras anómalas, extrañas, distintas pero interdependientes con las diseñadas y estereotipadas durante años en los códigos civiles y leyes hipotecarias. Figuras que rasgan vestiduras, que superan los encorsetamientos legales, a veces incluso doctrinales y jurisprudenciales, que van más allá, que prolongan su *vis* garantoria, su capacidad de afectación global, presente y futura. Que atraen y arrastran su atipicidad, o la importan de otros ordenamientos menos no causalistas sino abstractos y donde la propiedad sirve o puede servir como garantía(42). Que han ido perdiendo su

---

(41) Véanse entre otras muchas las resoluciones de la DGRN de 23 de diciembre de 1987, 28 de julio de 1998, 3 de octubre de 1991, entre otras muchas. Señala HECK la no accesoriedad de la prenda, sino una finalidad conjunta de crédito y prenda. De este modo admite el autor alemán una prenda aislada, sin deuda, al modo de una deuda inmobiliaria.

(42) Sirvan como referente las figuras germanas de la *Eigentumsvorbehalt*, que se corresponde con nuestra reserva de dominio, pero sobre todo la *Sicherungsübereignung*, transmisión en garantía. Conectándolo en el derecho

debilidad atípica para consagrarse incluso legalmente, cual es el caso, por ejemplo en los últimos años, de la prenda de créditos, que obtuvo reconocimiento jurisprudencial del Tribunal Supremo en los años noventa y consagración legal a través de la Ley Concursal. Algo similar ha sucedido con la hipoteca flotante y global con la reforma de la Ley 41/2007 y la reelaboración del artículo 12 de la Ley Hipotecaria y la adición de un nuevo artículo 153 bis en la misma norma. Ambos textos regulatorios han significado un giro, una catarsis en cierto sentido. Una adaptación de los tiempos y de las instituciones a las nuevas realidades que el tráfico no sólo exige, sino crea, innova e incorpora limando aristas y puliendo conceptos que probablemente en vez de concretarse se generalizan. Sólo así cabe entender la elasticidad con la que *a priori* se debilita la noción de determinación pasando, a exigirse no la concreción absoluta y la delimitación exacta y precisa, sino la mera identificación, concepto éste más evanescente, sutil, poroso y sin duda más ecléctico y no tan definido. Contrástese sin duda la nueva redacción dada al artículo 12 de la norma hipotecaria y su trasunto anterior, y en la que la referencia al importe de la obligación asegurada de la vieja dicción se trastoca ahora en un importe máximo de responsabilidad hipotecaria siempre que queden identificadas las obligaciones garantizadas.

Piénsese ahora, a modo de ejemplo, ¿qué implica si no una prenda global de créditos futuros? Indudablemente la misma facilita los mecanismos de financiación, incluso ahorra costes, robustece la posición creditoria del acreedor pignorante, mas ¿cuál es la posición del deudor a partir de este momento frente al resto de acreedores o potenciales nuevos financiadores? Amén de que la garantía, como tal y *per se*, es una garantía oculta ajena a los cánones registrales de información y constitución en su caso, además de implicar de suyo límites que bordean el abuso al exigirse en realidad unos márgenes excesivos o *beleihungsquote* que constituyen auténticas sobregarantías[43]. No es pequeño el papel que juega en la financiación los créditos que el deudor ofrece como activo al financiador. Pero éste quiere descontar *ex ante* el riesgo de insolvencia. No le basta un crédito común, quiere permearlo, atraparlo, disponer incluso del mismo, paralizarlo. El flujo de créditos futuro, su aseguramiento, sea a través de pignoraciones, a través de contratos de factoraje o en la financiación de proyectos, juega un papel principal dentro de una partitura que no es nueva, la del crédito y su garantía. Pero ¿hasta dónde llegan y alcanzan los principios de especialidad o de determinación de las obligaciones garantizadas?

Figuras jurídicas que se renuevan por la práctica, que bordean los porosos límites de las viejas instituciones y figuras ancladas en los códigos decimonónicos y que hoy son tipificadas por la práctica al margen de éstos o partiendo de sus prototipos negociales tanto entre las garantías reales como las personales. Garantías y contratos que, en no pocos casos, han cambiado de paradigma. En efecto, la propia conceptualización de la garantía —máxime mobiliaria—, así como la aplicación de un régimen jurídico, se lleva a cabo sobre una base funcional y no estructural. La estructura queda abrogada por el funcionalis-

---

europeo, y sobre todo desde una óptica del juego de las garantías reales y los procesos de insolvencia, el trabajo de FLESSNER, «Dingliches Sicherungsrechte nach dem Europäischem Insolvezübereinkommen», *Festschrift für Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag* [BASEDOW/HOPT/KÖTZ (Dirs.)], Tubinga, 1998, pp. 277 y ss.

(43) Señala con acierto GARCÍA VICENTE, *La prenda de créditos*, Cizur Menor, 2006, p. 188, cómo la admisión incondicionada de las prendas globales de créditos futuros, de constitución sencilla y poco costosa, supone la absorción por los acreedores garantizados de prácticamente todo el activo del concurso.

mo. Y ello implica además, al establecer sobre una base funcional la prioridad de las garantías, una mejor racionalización y optimización de la evaluación y valoración del riesgo(44). Este es el parámetro y la medida del éxito en algunas experiencias comparadas, significativamente en el derecho norteamericano de garantías mobiliarias y el UCC. Paradigma y patrón que parte de una premisa clara, a saber, la abrogación del *numerus clausus* en las garantías reales y el cobijo de un paraguas flexible y moderno en aras de la financiación(45). El núcleo funcional de este contrato de garantía, de esta *security interest*, bascula tal y como se define en su parágrafo 1-201 (37) en *«an interest in personal property or fixtures which secures payment or performance of an obligation»*, siendo completamente accesorio que la propiedad del bien objeto de la garantía se conserve en el patrimonio o no del deudor o por el contrario pase a integrarse en otro patrimonio de un tercero.

Mas ¿estaríamos dispuestos en nuestro ordenamiento y, sobre todo, en nuestra dogmática a admitir como concepto de garantía mobiliaria, incluso como garantía real, un concepto lo suficientemente vago, etéreo y desprovisto de intencionalidad como es el de «security interest»? O rompemos con el anclaje férreo y dogmático de las rancias figuras garantorias o debemos dar el paso hacia las nuevas figuras y novedosos tipos que la práctica genera e imprime a espaldas mismas de las regulaciones y los códigos. ¿Es admisible a día de hoy apostar aún por una tipicidad cerrada de garantías reales? Los derroteros no caminan por esa vía, al contrario, se abrazan a formulaciones abiertas, dinámicas, plurales, alejadas del corsé de lo específico. La respuesta al defecto no debe ser por el contrario el exceso atípico sin cobertura y paraguas legal. El estiramiento del derecho de garantías mobiliarias y no mobiliarias es una realidad, acotar sus abusos o fijar sus fronteras y límites, un reto. Mas, ¿seremos capaces de armonizar un homogéneo sistema de garantías reales, sean éstas únicas o duales, todavía en base a la naturaleza movible o no de la propia garantía y que generen instituciones de garantía con eficacia internacional capaces de superar las trabas y rémoras de las diversas experiencias jurídicas comparadas?(46)

4. EL VALOR DE LA GARANTÍA REAL

La garantía confiere calidad al crédito, le dota además de un derecho subjetivo —la preferencia negocial— a la ruptura de la *par conditio creditorum*. Discrimina y rompe la regla de la igualdad de distribución de pérdidas. Máxime en las reales, que las prioriza a la categoría de privilegios especiales en detrimento de las garantías personales, que simple-

---

(44) Véase el estudio de SIGMAN, «Security un movables in the United States – Uniform Commercial Code Article 9: a basis for comparison», *Security Rights in Movable Property in European Private Law* [KIENINGER (Dir.)], Cambridge, 2004, pp. 54 y ss., pp. 72 y ss., en donde aborda la prioridad de las garantías minuciosamente desglosadas en los artículos/parágrafos 9-317 a 9-339 del UCC.

(45) Sobre este punto, véanse las reflexiones de CUMING, «The Internationalization of secured Financing Law: the Spreading Influence of the Concepts UCC, Article 9 and its Progeny», *Making Commercial Law. Essays in Honour of Roy Goode* [CRANSTON (Dir.)], Oxford, 1997, pp. 499, pp. 501 y ss.

(46) Señalaban WHITE/SUMMERS, *Uniform Commercial Code,* 4.ª ed., St. Paul, Minn., 1995, p. 715, cómo con el artículo 9 del *Uniform Commercial Code* los profesores Lewellyn, Gilmore y Dunham introdujeron un sencillo, «unitario» *security device*. Términos como pignoraticio, hipotecario, venta condicional y *trust receipt* no aparecen en este artículo. En lugar de la «plethora of jargon bespeaks», el artículo 9 substituye un *device* y una uniformidad de términos: «parte asegurada», deudor, colateral y «security interest».

mente dejan en la posición de acreedor ordinario el crédito de regreso o indemnidad del garante ante un escenario de insolvencia. Mas ¿cuál es el valor de una garantía real?, ¿expropia valor al resto de acreedores, normalmente ordinarios, o por el contrario lo genera si la financiación y el valor es positivo? Aísla un bien de las pretensiones de otros acreedores afectándolo con exclusividad a la satisfacción de una obligación, permite la recuperación *a priori* del valor total del crédito garantizado, le inmuniza en cierta medida con un valor cuasi absoluto ante una situación de insolvencia, si bien puede quedar afecto a la paralización del *ius exigendi* durante un determinado intervalo temporal si el bien garantizado es necesario para la continuidad de la actividad empresarial en concurso, mas una garantía real, prendaria o hipotecaria, ¿devalúa en realidad la posición jurídica del resto de acreedores, máxime los ordinarios y que no han tenido ni oportunidad ni posibilidad real de descontar *ex ante* el riesgo de incumplimiento, insolvencia del deudor?, ¿es justo o no que genere una transferencia de valor a favor del acreedor garantizado la constitución de una prenda?, ¿perjudica a los acreedores de peor condición *per se*?, ¿cuál es en suma el valor o el beneficio implícito en una garantía real? Acaso ¿es culpable el acreedor pignoraticio o hipotecario del valor residual que puede existir en un patrimonio debitorio toda vez que se hubieren constituido sendas garantías reales?

La garantía robustece el crédito, confiere seguridad en caso de una concurrencia de acreedores ante una insolvencia, asegura igualmente una autoejecución suficiente. Sólo hay conflicto en la tutela de distintos intereses entre acreedores diferenciados, máxime garantizados y ordinarios, cuando el patrimonio del deudor es manifiestamente insuficiente. Es obvio que la existencia de acreedores con garantía real traslada cierto riesgo a los ordinarios, cercena en caso de incumplimiento del deudor auténticas posibilidades de cobro por parte de los ordinarios, pero *per se* no implica que la constitución de una prenda sea más onerosa que los beneficios de financiación que la misma prodiga al permitir ésta con la garantía pignoraticia[47]. Cuestión distinta es abogar por la superioridad o preferencia por una u otras de las garantías tradicionales. Personales y reales juegan en ámbitos distintos, pero las mismas convergen, se entrelazan, son en suma interdependientes. Se encadenan y asisten mutuamente, sea como garantía o pacto de contragarantía, para hacer efectivo ese eventual derecho de regreso del garante que paga la deuda del deudor y ahora recupera el crédito de regreso o reembolso. Así lo ha querido el desarrollo de los mercados financieros y la flexibilidad jurídica de los sistemas codiciales.

El ordenamiento jurídico ha de vehicular los instrumentos por los que el mismo fluye, pero sobre todo por los que se protege, se tutela, se ampara. Por los que se preserva el valor

(47) En la literatura jurídica germana ha sido una constante, sobre todo en los años ochenta, mantener con rigor y contundencia cierta expropiación de valor de los ordinarios a favor de los garantizados. Máxime en el ámbito de las garantías mobiliarias que operan sin desplazamiento de la posesión. Contundente ARNOLD, «Probleme einer Konkursreform», *Rpleger*, 1977, n. 10, pp. 385 y ss. Apuntalan la fuerza de las garantías reales y niegan en cierta medida que las mismas expropien valor o se haga pechar en parte con el riesgo de insolvencia en un concurso, SERICK, «Stand der Mobiliarsicherheiten heute», *FLF*, 1983, núm. 1, pp. 10 y ss.; así como y desde una óptica de cuestionamiento constitucional, SEUFFERT, «Verfassungsrechtliche Fragen zu den Reformsvorchlägen der Kommission für Insolvenzrecht», *ZIP*, 1986, núm. 18, pp. 1.157 y ss., p. 1161. SCHILBACH, «Sicherheiten vs. par condicio creditorum», *BB*, 1983, núm. 34, pp. 2.129 y ss., p. 2.134, no ignora sin embargo que en realidad cabe referirse a ese daño a los acreedores sin garantía u ordinarios si al tiempo de constituirse las garantías reales por parte de los acreedores garantizados aquellos no hubieran tenido la oportunidad de hacer lo mismo.

del crédito. Institutos garantorios robustos, sistemas de publicidad eficaces que permitan no sólo la expansión del crédito sino que el aseguramiento del mismo sea óptimo, de modo que el acreedor reduzca su asimetría informativa y los costes de averiguar de un lado qué bienes o activos se encuentran libres de titularidades reales o gravámenes y, de otro, un mecanismo óptimo de publicidad de esas garantías que expliciten el derecho y la preferencia del acreedor *erga omnes*(48). Por los que se garantiza en suma la satisfacción de la obligación, bien a través de otros patrimonios garantes, bien aislando bienes o activos del propio deudor o de un tercero que permitan la recuperación íntegra del crédito. Una *recuperatio* con eficacia *erga omnes*, inmune a excepciones, robusta y sólida tanto endoconcursal como extraconcursalmente(49).

Y ahí, convergente pero paralelamente, se erige el edificio medular de la tutela del crédito, la garantía, la preferencia y el privilegio(50). El que separa y diferencia, el que protege y blinda disgregando activos y bienes, patrimonios y garantes que robustecen ese crédito, a veces abaratándolo, otras abarcándolo y devorando lo mejor del patrimonio del deudor. Crédito es confianza, *credere*, pero también incertidumbre, riesgo en la solvencia del deudor, en la solidez de su patrimonio, en las posibilidades recuperatorias del mismo. Dudas e incertidumbres en lograr la efectiva reintegración de lo prestado, de la financiación.

Entrelazamiento entre riesgo y valor. El riesgo del crédito. El riesgo del crédito que la garantía mitiga, reduce, asegura su realización por la afectación de un bien que supera el coste de la financiación. El acreedor prendario esquiva el control o la vigilancia de la actividad empresarial o profesional del deudor, si bien no pocas cláusulas secundarias de un contrato de financiación incluirán ciertos deberes contractuales de información y seguimiento sobre el empleo de esos fondos, y vigilará únicamente el valor de su garantía, el no traspaso de los márgenes o colchones de sobregarantía puestos. Valor que puede alterarse a lo largo de la duración de la financiación garantizada(51). La contingencia y la

---

(48) Sin duda el acceso a esa información, como también la depuración de canales óptimos y eficientes de publicidad registral o en su defecto posesoria, se erigen en baluartes no sólo de la *vis expansiva* del crédito sino sobre todo de la constitución eficiente de garantías, máxime reales, de modo que permiten al acreedor aminorar los costes de una información así como, en su caso, relajar los costes de vigilancia o agencia sobre ese patrimonio del que se aísla o aíslan unos determinados bienes con cargo a los cuales, en su caso, se activará la fase dinámica de la garantía a través del *ius distrahendi*. Sobre estos extremos, vid., entre otros, BAIRD, «Notice Filing and the Problem of Ostensible Ownership», *J. Legal Stud*., 1983, pp. 53 y ss.

(49) Sobre la eficacia *erga omnes* de las garantías reales, vid. entre otros muchos en nuestra doctrina, GUILARTE ZAPATERO, «Comentario artículo 1858 CC», *Comentarios del Código Civil*, [DÍEZPICAZO/BERCOVITZ/PAZ-ARES/SALVADOR CODERCH (Coords.)], II, 2.ª ed., Madrid, 1993, p. 1863; GARCÍA GARCÍA, *Derecho inmobiliario registral o hipotecario*, II, Madrid, 1993, pp. 5512 y ss.; CORTÉS DOMÍNGUEZ, «La posición del acreedor hipotecario en la quiebra», *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, III, Madrid, 1996, pp. 3.513 y ss., p. 3.516. En la literatura jurídica alemana, WESTERMANN, *Sachenrecht. Ein Lehrbuch, I, (Grundlagen und Recht der beweglichen Sachen*), 6.ª ed., Heidelberg, 1990, pp. 12 y ss.

(50) Sobre la utilidad de las garantías reales así como una retrospectiva entre las que se incardina garantía y privilegio legal, vid. la ya clásica aportación de PLANIOL/RIPERT, *Traité Pratique de Droit Civil Français, Suretés Réelles*, tomo XII, primera parte, París, 1953, pp. 3 a 5.

(51) En la doctrina norteamericana se focalizó el análisis o discusión sobre el extremo real en que las garantías reales reducían los costes, así, PICKER, «Security Interests, Misbehaviour and Common Pools», *U. Chi. L. Rev*., 1992, núm. 59, pp. 645 y ss., p. 677, señala que las garantías reales reducen el coste agregado de monitorizar o vigilar las actividades del deudor, dado que eliminan la concurrencia de acreedores realizando esa misma función y concentran ésta sobre el acreedor garantizado. En cambio SCOTT, «The Truth about Secured Financing», *Cornell. L. Rev.*, 1997,

vulnerabilidad que el mismo puede sufrir si no se garantiza. Racionalidad económica, la racionalidad en suma de la garantía, sea ésta real, sea personal. Racionalidad al reducir el riesgo de realización, el riesgo conservación y monitorización o agencia de vigilancia sobre el patrimonio del deudor.

Que la selección de la garantía sea óptima, suficiente y segura atañe al acreedor. Es su selección o antiselección adversa la que marcará el riesgo, la cobertura del coste del crédito o por el contrario su defecto. *Summa divisio* de una clasificación híbrida y artificial tanto conceptual como pedagógica y jurídica cuyas fronteras dejan de ser nítidas y no cierra el interrogante en torno a un *numerus apertus* o *numerus clausus* de las mismas(52). Vieja y rancia cuestión ésta la de la tipicidad o *numerus clausus* de los derechos reales(53). Sin racionalidad no hay fundamento, tampoco justificación.

Costes de transacción que minimizan el riesgo y provocan valor al crédito, asimetrías informativas que se salvan encareciendo el crédito, robusteciendo y asegurando el incumplimiento. Relaciones de agencia entre deudor y acreedor. Esa es la otra cara que se esconde o subyace en la interrelación crédito-garantía. Una moneda de dos caras adheridas, imposibles si la una está ausente. Todas participan de una genética común susceptibles sin embargo de características particulares. A saber, la garantía es accesoria de un crédito, no tiene existencia autónoma —dejamos ahora al margen la peculiar naturaleza jurídica de las garantías abstractas e independientes—, estando al servicio del cumplimiento de la obligación principal, pero además cumple una función de seguridad del acreedor que disminuye los riesgos. Evita de este modo incurrir en costes de monitoreo que relativizan las dudas sobre el cumplimiento del deudor. Se provee de un resultado alternativo, una garantía que puede realizar y satisfacer sobre ella la obligación principal incumplida. Es la cara de la moneda a un coste de búsqueda, de negociación no exenta de imposición, de decisión ante las dudas o no en aceptar esa posibilidad, esa distribución del coste del crédito. El financiador, el acreditante consigue a través de la garantía robustecer «su» utilidad esperada en relación con los posibles resultados del contrato(54).

---

núm. 82, pp. 1.436 y ss., p. 1.452, señala que las garantías reales permiten que el monitoreo sea menos costoso pero también más efectivo al centrarse en un único bien y no en la actividad del deudor. Véase también la aportación clásica de JACKSON/KRONMAN, *Yale L. J.*, 1979, cit., p. 1.155, y su análisis sobre la capacidad natural de las garantías reales en la reducción de los costes de vigilancia. En nuestro país el importante estudio de LLEBOT MAJÓ, *Las garantías en los procedimientos concursales*, Madrid, 2000, p. 40.

(52) Señalan JOBARD-BACHELLIER/BOURASSIN/BRÉMOND, *Droit des sûretés*, París, 2007, p. 8, los problemas de frontera de la *summa divisio* de las garantías personales y las garantías reales. Particularmente, como garantías emblemáticas de esta hibridación, indican, de un lado, la garantía real constituida en garantía de la deuda de otro y, en segundo lugar, la prenda de créditos.

(53) Véase la reflexión de DE REINA, «Sobre el análisis económico en materia de derechos reales: apreciaciones básicas desde el sistema argentino», *RCDI*, 2010, n.º 721, pp. 2267 y ss., quien además trae a colación el análisis económico del derecho y la difuminación del concepto de derecho real. Categórico sin embargo, CARRASCO PERERA, «Orientaciones para una posible reforma de los derechos reales en el Código civil español», *Derechos reales. Principios, elementos y tendencias* [DE REINA (Coord.)], Buenos Aires, 2008, pp. 77 y ss., afirmando cómo el sistema de *numerus clausus* es hipócrita socialmente y propiciatorio de fraudes. Como demuestra nuevamente la experiencia alemana, allí donde no cabe construir nuevos tipos se utiliza la propiedad como supertipo residual «fiduciario», con la particularidad de que con este uso supletorio se arrumban normas imperativas existentes para tipos determinados.

(54) En parecidos términos, COLEMAN, *Riesgos y daños,* Madrid, 2010, pp. 138 y 139, al señalar además, y tras un análisis de los costes de transacción e información, cómo hay que comparar la utilidad esperada en relación con

El crédito lo inunda todo, lo devora todo, lo atrapa todo. En uno u otro sentido, aparece entre quienes suministran materias primas y los fabricantes; entre éstos y los mayoristas; entre mayoristas y minoristas, y finalmente en las relaciones en que intervienen usuarios y consumidores, último eslabón de la cadena productiva. A esto se llama crédito comercial. Por otra parte, la financiación de proyectos económicos conlleva también el recurso al crédito, que prestan los Bancos y entidades de crédito. Es el crédito financiero.

El concedente de un crédito tiene en cuenta sobre todo el futuro flujo de caja del deudor. Pero sobre todo analiza, pondera, evalúa la solvencia patrimonial del futuro deudor. El grado en que este análisis sea óptimo y eficiente vinculará el crédito, así como el coste del mismo. La garantía, o lo que es lo mismo, la superación de la cualidad de acreedor ordinario, máxime en hipotecas y prendas, también en la anticresis, ayuda a mitigar ese coste, lo reduce al aislar bienes de las pretensiones de otros acreedores. Ahí estriba el fundamento de toda garantía, sea ésta personal, sea real. Un fundamento que conduce además a la satisfacción del crédito. Así, en circunstancias normales, si un empresario cuenta con probabilidad de obtener un abundante flujo de caja puede recibir financiación mediante créditos ordinarios (sean comerciales o financieros) sin necesidad de constituir sobre su patrimonio garantía alguna. Por contra, si las probabilidades disminuyen, el deudor vendrá obligado a constituir garantías o causas de preferencia de origen negocial(55).

A quién beneficia y a quién perjudica la constitución de garantías es un interrogante que todavía no se ha resuelto con convicción y claridad. Indubitadamente la garantía real facilita el crédito, la financiación, con lo que mediatamente la garantía genera *per se* un valor positivo intrínseco y extrínseco, dado que atenúa además los costes de transacción(56). En qué lugar quedan y cómo quedan el resto de acreedores, sean ordinarios o no, o en suma, no garantizados, es la otra cara de este interrogante. Mediante la concesión de un crédito garantizado se beneficia tanto el acreedor, que reduce su nivel de riesgo, como el deudor que obtiene la financiación que necesita para sus proyectos. Pero sobre todo su solvencia, el grado de solvibilidad y resistencia de ese patrimonio. Ahora bien, escrutar o saber cuál es el verdadero coste e impacto que asume el deudor garantizado con la constitución de una garantía real o una garantía personal sin duda nos darán la respuesta a la verdadera atracción y estímulo que unas y otras garantías presentan en el tráfico.

La aversión al riesgo, el traslado de los costes de observancia y vigilancia o monitorización de ese patrimonio del deudor a otros patrimonios garantes, o a específicas sean

---

los posibles resultados de un contrato con la utilidad que le reporta el *status quo* para asegurarse de que los términos del contrato no sean peores que la ausencia de contratación.

(55) Las causas de preferencia se configuran como límites explícitos y directos al principio de la *par conditio* y por tanto como medios destinados a realizar, sobre un plano funcional y de modo prioritario para algunos acreedores, la garantía patrimonial del crédito, así, GARRIDO, *Garantías reales, privilegios y par condicio*, Madrid, 1999, p. 66 ss.; Véanse igualmente, VEIGA COPO, *Los privilegios concursales*, 2.ª ed., Granada, 2008; ídem, *La masa pasiva del concurso de acreedores*, Cizur Menor, 2010. Cfr. también al respecto entre otros TUCCI, voz: «Garanzia (diritti reali di)», *Digesto delle Discipline Private (sez. civile)*, VIII, Turín, 1992, p. 590; BEBCHUK/FRIED, «The uneasy case for the priority of secured claims in Bankruptcy», *Yale L. J.*, (105), 1996, p. 857; LOPUCKI, «The unsecured creditor's bargain», *Va. L.R.*, (80), 1994, p. 1.887 ss., p. 1.947.

(56) Conforme, en parecidos términos, el excepcional trabajo de BERMEJO GUTIÉRREZ, *Créditos y quiebra,* Madrid, 2002, p. 126, que asevera además cómo tal reducción de costes tiene una consecuencia inmediata: facilitar la circulación de los recursos hacia aquellas posiciones en las que éstos reflejan mayor valor y, en consecuencia, crear valor para la colectividad.

individuales o globales garantías reales, el miedo a la selección adverso y el riesgo moral, condicionan sin duda la eficacia del crédito y la exigencia de la garantía. Sin ésta no existe aquél. Se selecciona otro patrimonio como garante, o se consiente, en función del grado de consentimiento o mero asentimiento del acreedor, en el caso de las garantías personales. Se seleccionan activos muebles o inmuebles, corporales o incorporales cuyo valor realza y da cobertura al crédito. Ese activo se aísla, se inmuniza de las pretensiones de otros acreedores patrimoniales y sirve de satisfacción de la obligación garantizada. Sirve para confrontarlo en un escenario de concurrencia debitoria frente a otro u otros acreedores que nada pueden hacer. Ahí radica la fortaleza y el robustecimiento satisfactorio del crédito. Unos derechos que, como en el caso de las garantías reales, confieren un poder inmediato y directo sobre la cosa o bien garantizado que le permite en caso de incumplimiento de la obligación realizar el mismo, *ius distrahendi*, y, en caso además de concurrencia colectiva de acreedores, blindarse a través de las causas de preferencia negocial conferidas por la normativa concursal en el artículo 90 en tanto créditos con privilegio especial.

Es cierto que el recurso al crédito garantizado es signo de limitación de las posibilidades de financiación a través del ordinario; pero no lo es menos que, en ocasiones, obedece al menor coste de las operaciones al desaparecer o reducirse la prima de riesgo. El cómo diluya o no en su patrimonio el deudor el impacto del coste del crédito es la verdadera piedra de toque de un rompecabezas complejo y, en ocasiones laberíntico[(57)].

5. LA GARANTÍA CREDITICIA. CONSIDERACIONES GENERALES

Los distintos medios o formas de garantía son consecuencia de la necesidad de minimizar los riesgos asumidos por los acreedores. Viene a producirse así, una suerte de unión hipostática entre el crédito y la garantía: aquél es confianza en el deudor; la garantía, por el contrario supone desconfianza que se mitiga con la búsqueda de seguridad. Las garantías son un fenómeno de reforzamiento negocial de la tutela del crédito cuyo objetivo común es el de hacer más probable la realización del mismo[(58)]. Ahí radica el fundamento de las mismas, el que lleva ínsito un poder inmediato del acreedor sobre el bien o patrimonio garante y que permite la «agresión satisfactiva» sobre el mismo, y le blinda en un escenario concurrencial frente a otros acreedores privilegiados, ordinarios o subordinados. La fuerza concurrencial es mayor y más efectiva en las garantías reales que en las garantías personales. Valor y calidad de la garantía infieren en suma valor al crédito. Cuál es la calidad del patrimonio de un tercero y sobre todo cómo se mide ésta a lo largo de la vida de la relación

(57) Acertadamente LLEBOT MAJÓ, *Las garantías en los procedimientos concursales*, Madrid, 2000, pp. 24 y 25, señala cómo en la medida en que el coste de las garantías personales sea superior al de las reales, es claro que la opción sobre la que debería gravitar el sistema de garantías sería la de ampliar el número de garantías reales válidas, facilitando así a un coste inferior la expansión del crédito. Sin embargo, el autor reflexiona cómo en los últimos años la proliferación de garantías personales atípicas nuevas denota precisamente el coste de un sistema de garantías reales anclado en las necesidades de una economía basada en la riqueza territorial, pero no en una economía industrial y de servicios.

(58) Como es lógico, si el patrimonio del deudor puede satisfacer todas las deudas, ningún acreedor tendría interés en proveerse de garantías reales o personales. Vid. LORDI, voz: «Pegno commerciale», *Nuovo Digesto Italiano*, [D'AMELIO (a cura di)], IX, Turín, 1939, pp. 640-677, p. 640.

crediticia es una de los grandes interrogantes, cuando no enigmas. Pero una garantía no se constituye frente al deudor, sino frente al conjunto de sus acreedores. Ahí se mide y radica su resistencia, también la otra cara de la moneda, su vulnerabilidad, máxime ante procedimientos colectivos de insolvencia donde el valor de la garantía cumple o da su verdadero do de pecho.

El temor a que el patrimonio del deudor se vea alterado o disminuido, no encontrando el acreedor bienes libres a la hora de proceder a la ejecución de la prestación debida por aquél, provoca la necesidad de una mayor protección, de unos mecanismos de fortalecimiento de la tutela del acreedor que, mediante la alteración legal o convencional de la responsabilidad universal, le permitan entablar relaciones crediticias eludiendo semejantes riesgos. Las garantías, ya reales, ya personales, presuponen la existencia de la responsabilidad patrimonial sobre la que ejercen diversas influencias mas sin llegar a sustituirla. La seguridad en la calidad y fortaleza del patrimonio de un garante, fiador o avalista, no es total. Se conoce o puede conocerse en el momento inicial de constitución de la garantía u obligación principal, pero quiebra a lo largo de la vida de duración de esa obligación, como sobre todo en el momento de realización o fase dinámica de la garantía. La incertidumbre sobre la solvencia o no del deudor principal se mitiga y diluye en la seguridad al menos inicial que le brinda obtener otro patrimonio que garantiza esa obligación y que es más robusto que el del deudor. Pero ¿cómo se asegura la solidez y solvencia del patrimonio del garante o fiador a lo largo de la vida de la relación obligacional? Es obvio que el acreedor puede pedir relevar ese garante por otro más fuerte patrimonialmente, mas ¿y si fue el propio acreedor quien impuso a un determinado fiador o avalista? ¿Acaso no incurre igualmente en ciertos costes de monitoreo o vigilancia sobre la solvencia o no de ese patrimonio adicional? Tradicionalmente la doctrina ha mantenido que la finalidad de la garantía personal es la de garantizar al acreedor contra el riesgo de insolvencia del deudor, con lo que *a priori* ese riesgo de que el propio deudor devenga insolvente se imputa y traslada al patrimonio adicional de garantía[59]; ¿*quid* si éste patrimonio y garante devienen insolventes?

Los derechos de garantía no aseguran *per se* al acreedor la satisfacción de su crédito. Si el deudor está más inclinado al cumplimiento, es precisamente por la amenaza de que entre en juego la fase satisfactiva que toda garantía entraña. El acreedor, por estar garantizado, no tiene respecto a la prestación debida diferentes derechos de los que tienen el resto de los acreedores, aunque sí serán mayores las probabilidades de que la obligación se cumpla, gracias a una suma de pretensiones que puede hacer valer frente a terceros y que, dada la esencia de la garantía, se hacen más patentes en la fase ejecutiva. La razón de ser de las garantías apunta a la necesidad de obtener seguridad en el tráfico jurídico.

La garantía supone una ampliación del poder de agresión del acreedor, por lo que exige un expreso acto de constitución y se superpone a la ordinaria responsabilidad patrimonial universal, ya sea por la adscripción de otro patrimonio o una parte de él al cumplimiento

(59) Categóricos para la fianza, *cautionnement*, CABRILLAC/MOULY, *Droit des Sûretés*, París, 1993, p. 57. Señalan JOBARD-BACHELLIER/BOURASSIN/BRÉMOND, *Droit des sûretés*, cit., p. 22, cómo entre las reglas específicas y propias de las garantías personales están, de una parte, la admisión de «recours» del garante contra el deudor cuando la deuda ha sido ejecutada y, de otra parte, la existencia dentro del principio de ética contractual de un «devoir de loyauté», principio que justifica la existencia de obligaciones de información, *voire de conseil*, del acreedor en beneficio del garante.

de la obligación de un deudor [garantía personal], ya sea porque a la responsabilidad universal se adiciona la sumisión *erga omnes*, a través de unos cauces específicos, de un bien concreto [garantía real](60).

Las garantías son derechos accesorios de otras relaciones jurídicas principales, las cuales suponen el establecimiento de un ligamen, un nexo tan intenso entre el crédito garantizado y la garantía, que la existencia, la validez y la licitud de ésta queda supeditada a las de aquél(61). La accesoriedad explica la dependencia de una relación con otra, marcando la una la vida jurídica de la otra(62). «*Un derecho determina el destino de otro, pero no inversamente. Un derecho es "dirigente" (la obligación principal) y otro es el "dirigido" (la obligación de garantía)*»(63).

Las finalidades a las que responden las garantías son claras: a) aseguramiento del cumplimiento de una obligación; b) prevención y eliminación del riesgo de insolvencia de un deudor frente a un acreedor ante las incertidumbres de una alteración económica que concurran en detrimento de los intereses del acreedor(64); c) otorgamiento de una posición de preferencia en el cobro en las situaciones en las que el patrimonio del deudor es insuficiente para la plena satisfacción de sus acreedores. La garantía representa una ampliación del poder de agresión del acreedor, en virtud del cual, puede éste obtener, prescindiendo

---

(60) El que la garantía suponga una ampliación del poder de agresión del acreedor cobra su sentido en el caso de garantías personales (alguna salvedad cabría si pensáramos en que en algún caso el ejercicio de la acción subrogatoria podría conducir también a la agresión patrimonial contra el fiador); mas no parece que el efecto indicado se produzca cuando las contempladas son garantías reales. LACRUZ BERDEJO, «La causa en los contratos de garantía», *RCDI*, 1981, pp. 709-755, p. 725, contestando a VON TUHR, alega: «la cuestión de la **consistencia de la garantía**, no representa un desplazamiento patrimonial en el sentido de transferir inmediatamente bienes de un patrimonio a otro, pero mejora la calidad del crédito; y no supone una pérdida inmediata para el garante, privación que posiblemente no llegará ... Pero estos contratos preparan la eventualidad de un desplazamiento en cumplimiento suyo, eventualidad que dependerá de un *alea*, es decir, de que pague o no el obligado principal, y de que la acción se dirija luego contra él o contra el garante»; para RUBINO, *La responsabilita patrimoniale. Il pegno*, *Trattato di Diritto Civile* [VASALLI (dir)], XIV, Turín, 1952, p. 10: «La responsabilità, cioè la possibilità di aggredire i beni del debitore in caso di inadempimento dell'obbligazione, costituisce un *prius* rispetto all'esecuzione forzata, la quale in tanto può aver luogo in quanto sussiste la responsabilità, e questo *prius* non può appartenere che al diritto sostanziale».

(61) Entre otros, RUBINO, *La responsabilità*, cit., p. 188; LWOWOSKI, *Kreditsicherheiten*, Berlín, 1979, p. 16: «Das Sicherungsrecht schmiegt sich **schattengleich** der Forderung an und steht und fällt mit dieser»; MINCKE, *Die Akzessorietät des Pfandrechts*, Berlín, 1987, p. 5 ss.; BÜLOW, *Recht der Kreditsicherheiten*, Heidelberg, 5.ª ed., 1999, p. 1, RdNr. 1; GADOW, «Die Akzessorietät des Fahrnispfandrechts», *Jahrbuch der Akademie für Deutsches Recht*, 1938, p. 111.

(62) LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho Civil*, III-2, Barcelona, 1991, p. 295, explica la accesoriedad de la garantía al crédito tanto *en el sí y el cómo*; DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, II, Madrid, 1993, p. 397; GUILARTE ZAPATERO, *Comentarios al Código civil y compilaciones forales* [ALBALADEJO (Dir.)], t. XXIII, Madrid, 1990, p. 443; MONTEL, voz: «Garanzia», *Novissimo Digesto Italiano* [AZARA/EULA (Dirs.)], VII, Turín, 1965, p. 743; ESPÍN, *Derecho civil español*, II, Madrid, 1968, p. 402.

(63) Cfr. MEDICUS, «Die Akzessorietät im Zivilrecht», *JuS*, 1971, p. 497.

(64) Sobre el concepto de insolvencia vid. DIEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, cit., pp. 747 ss., p. 748: «Lo decisivo del concepto es la capacidad y el valor de realización de los bienes, así como la suficiencia o insuficiencia de los mismos para cubrir el importe de las deudas. Los conceptos de solvencia e insolvencia aparecen coloreados por la proporción entre las deudas exigibles y los bienes que las pueden cubrir»; ORDUÑA MORENO, *La insolvencia: análisis de su concepto y concreción de su régimen jurídico*, Valencia, 1994, pp. 84 ss. Más expresivo ha sido GOODE, «Cross-border securities collateralisation: a question of jurisdiction», *BJIBFL*, octubre de 1996, p. 410, al señalar que la *insolvency is the acid test of the efficacy of a security interest.*

de las condiciones de solvencia del deudor, la total y exacta satisfacción de su derecho de crédito(65).

5.1. La garantía y la responsabilidad patrimonial universal

Al estudiar las garantías de los créditos se impone como primera tarea deslindar conceptualmente las nociones de responsabilidad y de garantía. La responsabilidad patrimonial recae sobre un ámbito subjetivo y sobre la masa universal de bienes a él conectada. Así, podemos decir que la responsabilidad es el instrumento a través del cual actúa la garantía(66). La responsabilidad se manifiesta a modo de garantía primaria, pudiendo el acreedor incrementarla a través de una garantía secundaria que asegure mejor el cumplimiento y cristalizando sobre unos bienes individualizados que quedan gravados como instrumentos de garantía(67). El miedo a que la responsabilidad universal pueda no ser suficiente, ya en cuanto al resultado (posible impago), ya en cuanto a su previsión (insolvencia sobrevenida), provoca el reforzamiento de la situación de los acreedores a través de las garantías. Y en este reforzamiento consisten las garantías(68). La responsabilidad patrimonial universal es una garantía genérica, holística, sin concretar en bienes específicos e individualizados. Proyecta su sombra sobre la generalidad de un patrimonio que puede ser solvente, pero también insolvente.

A modo de síntesis de lo que a continuación vamos a analizar, podemos concretar las diferencias esenciales entre responsabilidad y garantía (en especial las reales): a) en cuanto al objeto, masa patrimonial indiferenciada y cosa singular; b) formalmente, la garantía real exige un acto expreso de constitución de la afección, mientras que la responsabilidad general deriva naturalmente de la obligación contraída; c) en cuanto al sujeto, en la garantía el bien puede ser de otro, mientras que la responsabilidad patrimonial es siempre del deudor; d) estructuralmente, cabe un derecho subjetivo sobre una cosa: prenda o hipoteca, pero no sobre todo un patrimonio(69).

Por la responsabilidad todo deudor queda vinculado al cumplimiento de sus obligaciones, a su satisfacción o a su reparación, contando para ello con todos los bienes que inte-

---

(65) Al respecto, DI PACE, *Il pegno dei crediti*, Padua, 1939, p. 5, indica los dos fines a que tienden las relaciones de garantía son: multiplicar los patrimonios sobre los que el acreedor solicitará la ejecución, o individualizar un bien sobre el que el acreedor pueda satisfacerse con preferencia a otros acreedores.

(66) El patrimonio constituye la garantía general de todos los créditos, no obstante esta garantía es insuficiente puesto que el acreedor sólo puede pretender la ejecución forzosa sobre aquellos bienes que efectivamente formen parte del patrimonio del deudor. Sobre estos extremos, FERRANDIS VILELLA, «Introducción al estudio de los derechos reales de garantía», *ADC*, 1960, pp. 37 ss., pp. 37-38; GALGANO, *Diritto Privato*, Milán, 1996, p. 386, ve en el patrimonio del deudor la garantía del acreedor, mas simplemente como garantía genérica; TUCCI, voz: «Garanzia (diritti reali di)», *Digesto*, cit., p. 602, para quien la garantía de una obligación viene dada por un sistema normativo con el que a través del instrumento de la responsabilidad patrimonial del deudor se asegura el acreedor la tutela para satisfacer sus pretensiones.

(67) Vid. MANNINO, voz: «Garanzia», *Digesto delle Discipline Private (sez. Civile)*, VIII, Turín, 1992, p. 615; para GORLA, *Le garanzie reali dell'obbligazione*, Milán, 1935, p. 6, *il creditore* puede reforzar la garantía primaria, *cioè la sanzione*, con una garantía *secondaria: egli può, cioè, assicurarsi meglio l'adempimento, rafforzando la sanzione. La garanzia dell'obbligazione, in senso tecnico, altro non è che rafforzamento della sanzione posto in essere del privato.*

(68) Cfr. AMORÓS GUARDIOLA, «La garantía patrimonial y sus formas», *RGLJ*, 1972, p. 567.

(69) Cfr. AMORÓS, «La garantía patrimonial», cit., p. 591.

gran su patrimonio. Por la garantía, el acreedor sabe que la probabilidad de satisfacción de su interés es más intensa que la que surge de la simple responsabilidad, común y ordinaria para todos los acreedores que se relacionen con el deudor. El vínculo funcional entre una y otra radica en el aumento objetivo de esa seguridad para el acreedor garantizado(70).

La responsabilidad es previa a la garantía. Y ésta no añade nada nuevo al crédito garantizado; lo que aumenta es la posibilidad de que se cumpla la obligación porque el acreedor puede activar los mecanismos de la ejecución forzosa. Por tanto un crédito garantizado tiene un valor económico superior al ordinario, por cuanto tiene más posibilidades para su cobro y el riesgo de no llegar a cobrar nada queda eliminado total o parcialmente según el valor en cambio que se obtenga por la venta de la cosa gravada, gracias a la garantía(71).

El artículo 1911 del Código Civil consagra el principio de responsabilidad patrimonial universal, constituyendo el patrimonio del deudor la garantía genérica de todas sus obligaciones(72). Este viene a ser el sustrato básico y común con el que responderá de la asunción y posterior cumplimiento de sus obligaciones(73). La responsabilidad patrimonial debe ser considerada como un sistema genérico de tutela del derecho de crédito(74). La garantía surge cuando ese sistema general de responsabilidad se modifica aumentando la seguridad de que el acreedor verá satisfecho su crédito.

Si bien garantía y responsabilidad implican ambas seguridad crediticia, la diferencia radica en la mayor eficacia, no del cuánto, sino del cómo(75). La responsabilidad que implica la vinculación del deudor al cumplimiento alude siempre al patrimonio global e indiferenciado del deudor, con cargo al cual se puede obtener el cumplimiento subsidiario o por equivalente de la obligación garantizada(76). La garantía implica un refuerzo en la tutela del crédito, que determina que el acreedor adquiera una mejor posición respecto de la que le corresponda como acreedor ordinario. Éste cuenta para su satisfacción sólo con el patrimonio del deudor, sin especial preferencia sobre bienes concretos y en concurrencia

---

(70) V. GUILARTE ZAPATERO, *Comentarios*, cit., p. 8.

(71) Conforme AMORÓS GUARDIOLA, *La causa del crédito hipotecario*, Madrid, 1990, p. 21.

(72) GULLÓN BALLESTEROS, Comentario al art. 1911, *Comentario al Código civil*, II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, p. 2055; GUILARTE, *Comentarios*, cit., p. 7; CAPILLA RONCERO, *La responsabilidad patrimonial universal y el fortalecimiento de la protección del crédito*, Jerez de la Frontera, 1989, pp. 263 y ss.

(73) En un sentido análogo, BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale*, *Il codice civile commentario* [SCHLESINGER (dir.)], Milán, 1991, p. 11; MONTEL, voz: «Garanzia», *Novissimo*, cit., pp. 742-750, p. 743, para quien esa garantía genérica corresponde a todo acreedor, sin posibilidad de exclusión, y abarca todos los bienes del patrimonio del deudor y en tanto formen parte de él; RUBINO, *La responsabilità*, cit., p. 8.

(74) La responsabilidad patrimonial universal infiere un sistema de efectividad al propio débito que nace como consecuencia de la propia existencia del mismo y con independencia de que se haya o no incumplido. Vid. ROCA TRIAS, «Rasgos básicos de la regulación española en materia de negocios de garantía», *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, I, Madrid, 1996, pp. 139-140; TUCCI, *Digesto*, cit., p. 590, concibe la responsabilidad patrimonial como el estado de sujeción de los bienes del deudor a la acción ejecutiva del acreedor y como instrumento procesal idóneo para realizar la obligación; en análogo sentido, ROPPO, «La responsabilitá patrimoniale del debitore», *Trattato di diritto privato* [RESCIGNO (dir.)], 19, Turín, 1986, p. 412.

(75) Véase entre otros, AMORÓS GUARDIOLA, «La garantía», cit., p. 568; BELTRÁN DE HEREDIA Y ONÍS, «La responsabilidad patrimonial universal», *Estudios jurídicos en Homenaje al profesor Menéndez*, IV, Madrid, 1996, p. 4843.

(76) *Vid.* FRAGALI, voz: «Garanzia», *Enciclopedia del Diritto* [MORTATI-SANTORO (Dirs.)], Milán, 1969, XVIII, p. 461.

con otros acreedores. En la medida en que un acreedor obtenga una preferencia frente a otro acreedor, o frente a terceros adquirentes, o la afección especial de una cosa, o pueda ejecutar un nuevo patrimonio, habrá garantía(77).

La diferencia queda patente si se contempla desde la perspectiva de la ejecución de los derechos del acreedor. La responsabilidad, en cuanto que tutela de los derechos de crédito, implica la destinación de todo el patrimonio global del deudor a la acción ejecutiva, en favor de todos los acreedores, no de uno solo(78). El derecho de garantía es algo diferente de la acción ejecutiva(79). Ésta corresponde a todo acreedor. Aunque el medio de ejercitar la acción ejecutiva es análoga para todos los acreedores, los presupuestos para el ejercicio de tal acción y los efectos de la misma varían en función de que el acreedor sea ordinario o garantizado(80). Las garantías conducen a una responsabilidad cualitativamente superior y diversa de la ordinaria, y cuando las mismas son reales, se objetivan en la cosa como si ésta se independizase del resto de bienes constituyendo un patrimonio autónomo responsable de esa deuda únicamente(81).

Decir del artículo 1911 CC que los bienes del deudor constituyen la garantía del cumplimiento de la obligación no es decir mucho(82). La responsabilidad patrimonial universal no puede ser considerada como una *garantía en sentido propio, porque es algo inherente al crédito mismo, al que nada añade*(83).

5.2. La función de la garantía real

La función de la garantía consiste en satisfacer el interés del acreedor en relación a un determinado crédito, al estimular el cumplimiento y remediar las consecuencias del incumplimiento(84). La finalidad de los derechos de garantía, y en especial las garantías reales, se desarrolla en dos momentos(85):

---

(77) Así, AMORÓS, «La garantía», cit., p. 587, para quien la garantía entraña un privilegio, y así como la responsabilidad (fin) entraña un soporte objetivo único (afección de patrimonio universal e indiferenciado), la garantía (fin también) puede englobar muy diversas formas de realización u objetos posibles de ejecución. No cabe responsabilidad de cosa aunque sí garantía de un nuevo patrimonio.

(78) FRAGALI, voz: «Garanzia», *cit*., p. 451; TRABUCCHI, *Instituciones de derecho Civil*, II, Madrid, 1967, p. 108; BUSSANI, «Il modello italiano delle garanzie reali», *CeI*, 1997, pp. 163-192, p. 163.

(79) En este sentido NUTI, *La garanzia della responsabilitá patrimoniale*, Milán, 1954, pp. 23 ss.

(80) Sobre este particular entre otros MONTEL, cit., p. 200.

(81) RUBINO, «La responsabilità», cit., p. 13.

(82) Una visión crítica respecto del artículo homónimo del *Codice*, PRATIS, *Commentario del Codice civile, Tutela dei diritti*, II, Padua, 1976, p. 25.

(83) Así DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, cit., p 395 ss., señala al respecto cómo la garantía es una norma de derecho o un precepto de autonomía privada que viene a añadir al crédito algo que el crédito por sí mismo no tiene, de tal manera que es esta adición o esta yuxtaposición lo que refuerza al acreedor la seguridad de que su derecho será satisfecho.

(84) Un amplio estudio sobre la función de las garantías reales y en particular de la prenda, GORLA, *Le garanzie reali*, cit., p. 5 ss., espec. p. 8; para EKKEHARD-EBERHARD, *Die Forderungsgebundenheit der Sicherungsrechte*, Bielefeld, 1993, p. 21, los derechos de garantía son un *Befriedigungsmittel*, un *Druckmittel* y finalmente con la constitución de un derecho real de garantía se *verbundene verdinglichte Zuweisung eines Befridigungsobjekts.*

(85) RUBINO, *La responsabilità*, cit., p. 240.

— una fase asegurativa o estática, que protege el bien gravado de las incertidumbres que pueden menoscabar o impedir la siguiente fase, y que consiste en la futura satisfacción del acreedor garantizado, y

— una fase satisfactiva o dinámica, en la cual se activan los específicos medios que tienden a permitir y hacer eficaz la ejecución forzosa sobre dicho bien.

Ambas fases responden a una unidad de principio o función. La primera da vida a la segunda, expectante ante el devenir normal del curso del crédito, anterior al vencimiento y que dará paso a la segunda fase sólo en caso de incumplimiento del crédito garantizado. Así, la finalidad del sistema de garantías se halla en reducir los costes que todo acreedor soporta al controlar la solvencia patrimonial de su deudor para asegurar la satisfacción del crédito(86). El acreedor es consciente de que el derecho real de garantía no le asegura el cumplimiento de su crédito. Si su deudor está más inclinado al cumplimiento es, precisamente, por la posibilidad existente de que entre en juego la fase dinámica. Una fase que asegura totalmente el cobro por equivalente y conmina en cierto modo al deudor, conocedor de la operatividad de la misma, al cumplimiento voluntario de la obligación.

Se ha negado la naturaleza real de los derechos de garantía, sosteniendo que no recaen sobre la cosa, sino sobre su valor. Mantener esta postura significa prescindir de la componente de seguridad inherente a toda garantía. En esta fase, el dominio del deudor se encuentra limitado, *pendente obligatione*, no pudiendo realizar éste actos que minusvaloren o deterioren el objeto gravado; y si bien ello tiende mediatamente a que no disminuya su valor potencial, inmediatamente comporta medidas sobre la cosa misma. El derecho de que goza el acreedor no recae sobre dicho valor, sino sobre el bien en sí, que es el que está sujeto al acreedor. Concebir como objeto de un derecho una relación como es un valor sólo es admisible desde una óptica estrictamente económica. El valor es sólo la medida tomada con relación a una unidad pecuniaria de un objeto dado. Considerarlo como objeto de una relación es confundir éste con su dimensión. El acreedor no tiene derecho al bien, sino a su valor, mas su derecho recae sobre el bien(87).

El verdadero valor de un derecho de garantía depende del grado en que protege al acreedor garantizado de las pretensiones de los demás(88). Las garantías son medios de preservar al acreedor contra los riesgos de insolvencia del deudor(89). Son instrumentos

---

(86) Sobre este particular recientemente LLEBOT MAJÓ, *Las garantías en los procedimientos concursales*, Madrid, 2000, p. 21 ss.

(87) Cfr. VALLET DE GOYTISOLO, «Introducción al estudio de la hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento», *RDP*, 1953, pp. 493 y ss., p. 507; LACRUZ BERDEJO, *Elementos*, III, 2.º, cit., p. 293: «Lo que sucede, en último análisis, es que el *valor* de la cosa no puede separarse de su entidad jurídica para erigirse en objeto, separado y distinto, de estos derechos reales»; GUILARTE ZAPATERO, *Comentarios*, cit., p. 453, indica cómo el objeto directo de aquella es la propia cosa y no su valor, y que, como resulta obvio, la facultad de instar la venta sólo procede a partir del vencimiento de la obligación asegurada»; CRUZ MORENO, *La prenda irregular*, Madrid, 1996, pp. 39-40; GOMMELLINI, «Il pegno e le gestioni patrimoniale», *Riv. Dir. Com.*, 1994, p. 181 ss., p. 188, al hablar de la subrogación real de la garantía defiende: «Il fenomeno surrogatorio si presenta infatti come lo strumento naturale per la realizzione piena dell'interesse protteto dalla garanzia speciale, individuato appunto nell'interesse al conseguimento del valore economico della cosa, e non della cosa in sé».

(88) Cfr. JACKSON-KRONMAN, «Secured Financing and Priorities Among Creditors», 88, *YLJ*, 1979, p. 1.143.

(89) MARTY-RAYNAUD-SESTAZ, *Droit Civil. Les sûretés-La publicitè Foncière*, 2.ª ed., París, 1987, p. 1: «Les sûretés sont donc **le nerf des affaires** et, plus savamment dit, un puissant instrument de crédit dont il n'est pas besoin de souligner l'importance».

jurídicos que tienden, con eficacia variable, a que el titular de un crédito a término obtenga satisfacción, directamente si es posible, o al menos por equivalente. La garantía actúa desde fuera, acrecentando el valor económico de la obligación al afectar determinados bienes a la satisfacción de aquélla(90). La garantía *mejora* la calidad del crédito, representa un beneficio patrimonial, al aislar un bien como si se independizase del patrimonio de su dueño y se constituyera autónomo, llamado a responder de una sola deuda(91). La garantía provoca una discriminación jurídico-económica entre los acreedores.

Las ventajas de las garantías tanto para el acreedor como para el deudor consisten en la reducción de los costes de información, control, transacción, incluso del riesgo de insolvencia —*Ausfallrisiko*—, evitando los efectos externos por medio de la unión de la conducta del deudor y las facilidades de financiación de la empresa a través de la posibilidad del reparto de riesgos(92). Las entidades de crédito —en tanto que acreedores profesionales— no sólo cuentan con las garantías que se constituyen a su favor, sino que también revisan la situación de ingresos y liquidez de sus clientes. Si las garantías reducen el riesgo de insolvencia y aminoran los costes de información y control, es usual que los costes del crédito para el deudor, y en particular, los intereses, sean inferiores a los de un crédito ordinario(93). Esto comporta que las primas de riesgo —*Risikoprämien*— que aplican las entidades de crédito sean muy diferentes(94). En definitiva, se aminoran para el deudor los costes del crédito y se amplían sus posibilidades de crédito —*Kreditspielraum*—(95). Mas hemos de cuestionarnos hasta qué punto contribuyen las garantías (en nuestro caso

---

(90) Sobre el valor de la garantía, Vid. LACRUZ BERDEJO, «La causa», cit., p. 726.

(91) Sobre el particular y siguiendo a VON THUR, vid. LACRUZ, «La causa», cit., p. 725: «... su activo patrimonial no se aumenta, pues según su finalidad, el derecho de garantía coincide con el crédito garantizado y junto con éste forma una única partida en el balance patrimonial del acreedor; el beneficio del acreedor consiste en que evita una posible pérdida en caso de insolvencia del deudor».

(92) Para la definición de costes de transacción vid. COASE, *The Firm, the Market, and the Law*, Chicago-Londres, 1988, p. 114; en nuestro derecho ALFARO ÁGUILA-REAL, «Los costes de transacción», *Estudios jurídicos en homenaje al prof. A. Menéndez*, I, Madrid, 1996, pp. 131 ss.

(93) Los acreedores sofisticados —bancos— están informados de la existencia de garantías y reaccionan o bien aumentando los costes del crédito, o bien en la medida en que el mercado del crédito sea imperfecto, compartiendo el beneficio del deudor, en tanto que los acreedores que no estén en condiciones de obtener la información son precisamente los menos sofisticados, vid. LLEBOT MAJÓ, cit., p. 37. Un buen análisis económico del financiamiento garantizado vid. entre otros POSNER, *El análisis económico del Derecho*, México, 1998, p. 376 ss; SCHWARTZ, «Security interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories», *J. Legal Studies* (10), 1981, pp. 1-37, p. 2, especialmente nota 7, quien sitúa la eficiencia de la garantía en el óptimo de Pareto-superior, lo que hace que el derecho de garantía reduzca el riesgo de un acreedor garantizado por más que paralela y simultáneamente hace que aumente el riesgo de uno no garantizado.

(94) DÜTTLE, *Ökonomische Analyse dinglicher Sicherheiten*, Karslruhe, 1986, p. 179, señala cómo para los créditos no garantizados los *Risikoprämien* alcanzan un 3, 5, 10, 15 y hasta un 20% de incremento en los tipos de interés nominales.

(95) DÜTTLE, cit., p. 151; STREULE, *Bankgarantie und Bankbürgschaft*, Zurich, 1987, p. 5 ss., para quien el negocio jurídico con efecto de garantía se concluye porque se condiciona a la *Beteiligten Risiken*. Un riesgo existe en la posibilidad de la entrada de un temor, un perjuicio —o la ausencia de un provecho esperado—, como acontecimiento imprevisto y en la que la realización de los riesgos repercute sobre el patrimonio; SCHILDBACH, «Sicherheiten *versus* par conditio creditorum», *BB*, 1983, pp. 2.129-2.136, p. 2.130, alerta con el futuro de los créditos con garantía refluyan probablemente en pagos que están sujetos a diferentes riesgos, que podemos sistematizar: a) *Das Technologische Risiko*, b) *Das Informationsrisiko*, c) *Das Risiko aus «moral hazard»*, d) *Das Risiko fälschlicher Insolvenzauslösung*.

mobiliarias) a la reducción de los costes de información y control[96]. Si éstas reemplazan la revisión de la capacidad de solvencia, disminuyendo la intensidad de la supervisión de la situación económica del deudor, entonces sí contribuyen a reducir estos costes. Por el contrario, si las garantías sólo pueden desplegar limitados efectos sobre informaciones sustitutivas así como mínimas comprobaciones, la disminución de los costes estará en función de la probable no reducción total del riesgo de insolvencia[97]. De este modo, podemos señalar que el significado económico de las garantías mobiliarias consiste en una importante reducción de los *Ausfallrisiken* y en una parcial facilidad para comprobar la situación económica del deudor. Éste, al ofrecer una garantía mobiliaria, tiene la ventaja de obtener por parte de su acreedor un crédito más barato.

Así las cosas, podemos afirmar que el valor actual de la garantía de un crédito, por ejemplo, un préstamo, es la cifra que los prestamistas estarían dispuestos a pagar por asumir ellos mismos el riesgo de impago en un préstamo equivalente sin garantizar. Es la diferencia entre el valor actual de un préstamo con garantía y su valor actual sin garantía. Una garantía tendrá un alto valor en un préstamo si la posibilidad de impago de la empresa es alta[98]. Los acreedores que poseen más información sobre la actividad y conducta del deudor pueden conceder crédito sin garantía; en cambio, aquellos acreedores que no disfrutan de esta ventaja únicamente otorgan crédito si es acompañado de la correspondiente garantía[99].

---

(96) Cualquier acreedor que concede crédito corre el riesgo de que el deudor, una vez obtenido aquél, desarrolle conductas sustitutivas a aquellas para las que se le concedió crédito. Para reducir este riesgo los acreedores controlan *a priori* a los potenciales deudores pero también después de conceder crédito. Esta actividad de control conlleva costes, y las garantías pueden reducirlos mediante la especialización en el control del deudor por parte de los acreedores. Los acreedores que obtienen una garantía únicamente controlarán la actividad del deudor en relación con la cosa o cosas objeto de la garantía, que son los activos específicos destinados al pago del crédito, desentendiéndose (normalmente) del resto del patrimonio, pero al mismo tiempo el resto de acreedores ordinarios pueden desentenderse del control de las cosas objeto de las garantías que el deudor haya ido otorgando, centrando sus esfuerzos en la actividad del deudor y el resto de su patrimonio. Sobre esta reducción de los costes de control vid. entre otros POSNER, cit., p. 377; BAIRD-JACKSON, *Security Interests in Personal Property, Cases, Problems, and Materials*, 2.ª ed., Mineola-Nueva York, 1987, pp. 324-329; BAIRD-GERTNER-PICKER, *Game Theory and the Law*, Cambridge, 1994, pp. 200-202; SCHWARTZ, «Security interests», cit., p. 10 ss., realiza un profundo estudio sobre estos *monitoring costs*, los cuales muestran cómo la garantía reduce los costes del acreedor garantizado pero ignora su impacto sobre los *unsecured creditors* y el aumento de costes de control de éstos sobre el patrimonio del deudor. De modo que si un acreedor está garantizado plenamente sólo controlará que la parte de patrimonio que cubre la garantía no se disipa, en cambio no necesita controlar la totalidad de operaciones que el deudor realiza tomando riesgos injustificados. En *Rubin v. United States*, 449 U.S. 424, 101, S. Ct. 698, 66 L. Ed.2d 633 (1981), el tribunal señaló que una prenda de acciones como garantía de un préstamo asume un riesgo equivalente al riesgo que un inversor asume cuando adquiere acciones, vid. PRENDERGAST, «Whether the pledge of capital stock in a commercial loan transaction is the purchase or sale of a security under federal securities laws?», *Comm. LJ* (95), 1990, pp. 435 ss., p. 439.

(97) Conforme, DÜTTLE, cit., p. 178 ss., quien además establece una tabla comparativa de tipos de interés nominal entre los créditos no garantizados y la notable reducción de intereses que se cobran en un crédito garantizado, que suele oscilar o alcanzarse una reducción —*Zinnssatzreduktion*— en torno a un 6% de *Nominalzinssatzes.*

(98) Un préstamo se puede valorar como una opción de venta sobre los activos de la empresa, donde el vencimiento de la opción de venta es igual al vencimiento del préstamo, y su precio de ejercicio es igual a los pagos por intereses y principal a los prestamistas. Sobre el particular Vid. BREALEY-MYERS, *Fundamentos de financiación empresarial*, 5.ª ed., Madrid, 1998, p. 483.

(99) Como bien señala POSNER, cit., p. 377, nota 11, al otorgar garantías a un acreedor, una sociedad reduce la tasa de interés que el acreedor demanda, pero también aumenta el riesgo soportado por los demás acreedores, de modo que estos últimos demandarán tasas de interés mayores y el costo total de la deuda de la sociedad no se reducirá. En

La íntima unión entre la obligación y el bien que la garantiza es tan intensa que ya cualesquiera actos del deudor o de un tercero no empecerán el éxito de la acción ejecutiva que se emprenda sobre dicho bien(100). De este modo, la sujeción del bien, la facultad de proceder a su venta forzosa y el privilegio de cobro, constituyen la esencia y característica común de los derechos reales de garantía(101).

6. GARANTÍA EN SENTIDO AMPLIO Y GARANTÍA EN SENTIDO ESTRICTO

Al hablar de garantía se corre el riesgo de emplear este término en un sentido demasiado amplio, lo cual nos llevaría a considerar como garantía mecanismos que en puridad se tratan, más bien, ya de nuevas obligaciones que se añaden a las específicas y naturales de un contrato, ya de consecuencias que se derivan de la falta de realización de la prestación(102).

La garantía en una acepción estricta surge cuando de alguna manera el sistema general de responsabilidad patrimonial se modifica en el sentido de aumentar la seguridad de que un acreedor verá satisfecho su interés. Un incremento tuitivo de seguridad que únicamente se produce en beneficio de acreedores que, respecto de un determinado deudor, se hallen en una situación diferente a la que deriva del simple funcionamiento del artículo 1911 del Código Civil. Existe garantía específica de la obligación, o refuerzo tutelar del crédito, cuando al acreedor se le concede un derecho prelatorio sobre determinados bienes del deudor o eventualmente sobre bienes de un tercero —garantía real—, o bien cuando la satisfacción del derecho del acreedor es facilitado por la concurrente responsabilidad personal sobre la misma deuda de otro sujeto —garantía personal—(103). Si un tercero concede garantía, en realidad sujeta a responsabilidad una cosa que hasta entonces estaba libre de tal responsabilidad. La garantía supone un incremento del valor del crédito. Se asegura la efectividad del cumplimiento de la obligación constituyendo así un refuerzo que se añade o yuxtapone a la garantía genérica de la responsabilidad patrimonial universal. Lo que en sentido económico pueden llamarse garantías, en sentido jurídico son, en puridad, derechos subjetivos o facultades con función de garantía(104).

---

análogo sentido SCHWARTZ, «Security interest», cit., pp. 7-8, ve lógico que si todos los acreedores son informados de que el acreedor garantizado gravará a un tipo de interés más bajo ya que está garantizado, mientras que los *unsecured creditors* gravarán a un tipo de interés más alto puesto que el fondo patrimonial disponible para satisfacer su derecho se ha contraído. Más recientemente se plantea en otros términos (LLEBOT MAJÓ, cit., p. 23) la cuestión de si efectivamente las garantías benefician tanto a los acreedores garantizados como a los deudores que asumen los costes, sin perjudicar a los acreedores no garantizados.

(100) MONTEL, voz: «Garanzia», *Novissimo*, cit., p. 742.

(101) CRUZ MORENO, *La prenda*, cit., p. 31.

(102) Sobre estos extremos vid., FRAGALI, voz «Garanzia», *Enciclopedia*, *cit*., pp. 446-466, p. 449; GUILARTE, *Comentarios*, cit., p. 7, para quien quedan al margen del concepto estricto de garantía aquellos medios orientados a mantener intacta la responsabilidad genérica, es decir, los que tienden a impedir una antijurídica disminución de ésta, los que simplemente presionan al deudor al cumplimiento.

(103) TUCCI, voz: «Garanzia (chiamata in)», *Digesto*, cit., p. 603: «In buona sostanza, possiamo dire che si ha garanzia specifica dell'obbligazione, quando la regola fondamentale, ma per altro derogabile, propria della garanzia generica —quella della *par condicio creditorum*— viene derogata».

(104) DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, cit., p. 581.

6.1. La garantía y la preferencia

Una de las mayores ventajas que significa la constitución de una garantía, sobre todo en el supuesto de insolvencia pero también en casos de señalamiento de bienes o tercerías, es la posición preferencial con que cuenta el acreedor garantizado frente a los créditos de otros acreedores en el reparto del producto de la ejecución de los bienes del deudor. La preferencia consiste en el refuerzo de la tutela ordinaria del derecho de crédito a través de la adición de un nuevo derecho de naturaleza personal que se ejerce no ya frente al deudor sino frente a los acreedores de éste. Cuando un acreedor goza de una garantía real, la preferencia no constituye sino uno de los derechos que le confiere esa compleja institución. Un derecho de índole personal añadido a un crédito respecto del cual se presenta siempre en relación de dependencia. Por lo tanto, en una garantía real confluyen un derecho real y un derecho de preferencia, cuya conservación se asegura gracias al derecho real. El derecho real es el medio del que se sirve la ley para proteger el otro derecho conferido al acreedor, el derecho de preferencia. El derecho a satisfacerse con preferencia frente a otros acreedores no es una mera consecuencia de la existencia de un derecho real, sino de un derecho de preferencia, cuya eficacia es protegida por el derecho real(105). En toda garantía existe una obligación *erga omnes* que se refiere al derecho real contenido en ella, pero no al derecho de preferencia que la misma confiere. Todos los terceros deben respetar la existencia del derecho real contenido en la garantía, lo que no significa que todos los acreedores concurrentes en la ejecución del bien deban respetar el derecho de preferencia del acreedor garantizado, ya que este derecho, por su naturaleza personal y relativa, no puede obligar a los acreedores que gocen de derechos preferentes superiores a los del propio acreedor garantizado(106).

Cuando un acreedor financia el proyecto de un deudor, por un lado recela de la situación igualitaria que comprende la responsabilidad patrimonial universal, por lo que incrementa la seguridad de la recuperación de su crédito mediante la constitución de una causa de preferencia de origen negocial, es decir, una garantía; pero por otro lado, el acreedor garantizado sabe que sobre ese mismo objeto de su garantía existen otros acreedores que estén protegidos por una causa de preferencia de origen legal —un privilegio—. Éste dota de preferencia a acreedores que no han negociado la atribución de la causa de preferencia con el deudor. Ambas causas preferentes, legal y negocial, conceden al acreedor el derecho de satisfacerse con prioridad sobre el resto de acreedores ordinarios. Mediante los privilegios (cuyo origen es legal) se busca proteger a acreedores contemplados por las normas legales, a los que se tutela por representar intereses dignos de protección.

---

(105) En las garantías reales, el derecho real se concibe como derecho de persecución, cuya misión no es otra que la de proteger el otro derecho conferido por la garantía, esto es, el derecho de preferencia. Cfr. ROPPO, *Manuale di diritto civile*, Milán, 1983, p. 178; Sobre la relación entre derecho real y preferencia como meramente instrumental vid. MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, 8.ª ed., II, 2, Milán, 1950, pp. 75 ss. En España han destacado su carácter instrumental LÓPEZ ALARCÓN, *El derecho de preferencia*, Murcia, 1960, p. 67; para GARRIDO, «Teoría general de la preferencia», *ADC*, 1998, p. 1.806, el derecho real que acompaña a las garantías reales se encuentra en perfecta simbiosis con el derecho de preferencia, formándose entre uno y otro un conjunto armónico.

(106) La absolutidad del derecho real no se extiende al derecho de preferencia, y es por ello perfectamente posible que exista un derecho de preferencia de otro tipo, como un privilegio, que atribuya un derecho de preferencia superior al que confiera una determinada garantía real. Cfr. GARRIDO, «Teoría», *cit.*, p. 1.808.

La protección preferencial de acreedores por disposición legal se traduce en un coste para el sistema crediticio, pues la asignación de derechos que efectúa la ley se realiza limitando al deudor la posibilidad de establecer el orden de graduación entre sus acreedores(107). Es la existencia de estos acreedores privilegiados la que explica en buena medida la proliferación de las garantías, y en especial las reales, siendo un medio de esquivar los derechos de preferencia atribuidos por la ley a los acreedores privilegiados(108).

Las garantías suelen tener una posición superior a la de los créditos privilegiados. Si bien la mayoría de acreedores tutelados por una garantía ven satisfechos sus créditos con prioridad a los acreedores tutelados por un privilegio, no ocurre lo mismo con los acreedores ordinarios. Esto explica la contracción del crédito ordinario, pues difícilmente un acreedor concederá financiación sin garantía, ya que sabe que siempre cobrarán antes que él aquellos acreedores que cuando menos gocen de un crédito privilegiado.

Mas hemos de hacernos igualmente otro interrogante, a saber, ¿cuál es el verdadero valor que tiene un crédito en un procedimiento de insolvencia?, y, sobre todo, ¿cuál es el valor concursal del mismo?, con independencia de los mecanismos o cauces que arbitra la ley para que el crédito esté reconocido en el procedimiento, toda vez que el mismo sea concurrente, hemos de interpelarnos por ese valor concursal o valor relativo. En efecto, un crédito no vale lo mismo si es relegado o corre el riesgo desde su nacimiento de verse postergado en la clasificación creditual de un concurso. Es un crédito marginalizado, como contrariamente lo es priorizado y sobrevaluado el crédito que goce de una causa de preferencia. Es la posibilidad real de su satisfacción lo que, en realidad, determina el valor concursal de un crédito. Ahí radica su valor relativo, pero también técnico y económico, pues a menor valor mayor es el riesgo y mayor la exigencia del acreedor si está en condiciones, eso sí, de exigir. La satisfacción del crédito está en función en buena medida del *input* de riesgo que el mismo asume, el que lleva incorporado *ex ante*, valor que sin duda se robustece si el acreedor se provee de garantías reales, o, incluso, si preordena su posición en un hipotético pacto o acuerdo de subordinación convencional, así como también si es el legislador quien le otorga una causa de preferencia legal. Pero también se valora esa satisfacción en función de la concurrencia cualitativa y también cuantitativa de la masa de acreedores que esperan satisfacción de un patrimonio insuficiente(109). Y es este valor relativo el que hace que, en no pocos ordenamientos, tanto europeos como anglosajones, se haya acudido a mecanis-

---

(107) Si las causas de preferencia de origen negocial responden a necesidades objetivas de la economía, la mayoría de las causas de origen legal revelan decisiones políticas de considerable importancia, que instituyen una jerarquía de valores digna de protección. Sobre el particular, vid. GARRIDO, *Garantías reales*, cit., p. 79; un buen estudio sobre la diferencia no de estructura sino de función entre privilegio y preferencia en GORLA, *Le garanzie reali dell'obbligazione*, cit., p. 10.

(108) GILMORE, *Security interest in personal property*, Boston, 1965, 2 vols., p. 361, señala cómo la creación de un único derecho y contrato de garatía —art. 9 UCC—, al menos da a los acreedores que proporcionan el capital necesario a la empresa la oportunidad de protegerse contra el monstruo devorador de los privilegios legales. Un interesante estudio sobre los derechos de prioridad de los créditos y su impacto en los costes de una *corporate reorganization* es llevada a cabo por BAIRD, «The importance of priority», *Cornell L.R.* (82), 1997, pp. 1.420-1.435, quien además cuestiona dentro del *puzzle de prioridades* el cambio de orientación dentro de los derechos de preferencia y los beneficios y costes que conlleva.

(109) RASMUSSEN, «Debtor's choice: a menu approach to corporate bankruptcy», *Texas L. Rev*., 1992, n.º 71, pp. 51 y ss.; sobre todo, y del mismo autor, RASMUSSEN, «An essay an optimal bankruptcy rules and social justice», *U. Illinois L. Rev*., 1994, pp. 1 y ss., sobre todo, pp. 11 y ss.

mos legales, también convencionales de subordinación, incluso en algunos moderando la subordinación a través de la introducción de un *power of equity* en los jueces, pero que en definitiva minimizan, también anulan el valor concursal de un crédito, un hipocrédito.

La tutela del crédito, y por ende del conjunto de acreedores tan diferentes y dispares entre sí, es uno de los auténticos vórtices del derecho concursal. Ello no empece para que los distintos acreedores asuman, o estén en condiciones de asumir, estrategias diferentes en el procedimiento concursal(110). Y es la preeminencia de unos intereses sobre los otros, de unos conflictos y sobre todo de unas decisiones que trasciendan a los mismos, donde este derecho tan excepcional como particular cobra toda su virtualidad y se dota de su especial fisonomía. Donde la satisfacción de unos va en detrimento de los otros, donde la equidad y el principio de igualdad y paridad coliden con los de proporcionalidad y preferencia. Y donde los objetivos y el interés del concurso o concursal puede ser visto desde una miríada de pretensiones totalmente opuestas. Tal vez no yerran aquellos que, desde una óptica del análisis económico del derecho, alegan que la función propia de una norma concursal no es otra que «to maximise the collective return to creditors»(111).

Es el legislador quien ha optado por erigir el edificio tutelar del crédito a través de la preferencia, quien ha amputado y degradado o sobrevalorado y ultraprotegido determinados créditos y por ende privilegios o causas de preferencia, quien además ha dejado abierta la puerta a una disociación de la categoría de privilegios en el derecho patrimonial en función de la concursalidad o no(112). Una vez más ha sucumbido a las tentaciones de la no unificación del derecho privado patrimonial. Pero aciertos y equívocos, amén de malentendidos e interesadas interpretaciones, han estado prestos y solícitos desde los primeros compases de esta norma. Establecer rangos no es cómodo, tampoco superficial, y bien es cierto que el rango no es un derecho, pero sí jerarquiza, prelaciona y preferencia, y sólo al preordenar rangos se preferencian derechos(113). No ocultamos al mismo tiempo que la clave de un más correcto sistema concursal pasa por una drástica reducción y a la vez racionalización de los privilegios, en realidad, del selvático y esclerotizado sistema de privilegios existente que sólo han terminado por generar un auténtico bosque intransitable, pero culpar a éstos de todos los males excede de una mínima congruencia(114).

---

(110) Vid. así LOPUCKI/MIRICK, *Strategies for Creditors in Bankruptcy Proceedings*, 5 .ª ed., Nueva York, 2009.

(111) Apunta JACKSON, *Logic and limits of Bankruptcy Law*, Cambridge, Mass., 1986, capítulo 1 y 2, pp. 7 y ss., como el derecho de insolvencia es mejor visto como una «*collectivized debt collection device*» y como una respuesta al «*common pool*» problema creado cuando diversos «*co-owners assert rights againsts a common pool of assets*». Sobre esta teoría vid. el profundo análisis de FINCH, *Corporate Insolvence Law*, 2.ª ed., Cambridge, 2009, p. 32, en su detallado análisis de las distintas visiones del derecho de insolvencias corporativo.

(112) De un modo categórico y asertivo, aunque específico para los privilegios legales, RUGGIERO, «Art. 111», *Il nuovo diritto fallimentare* [JORIO (Dir.)], II, Bolonia, 2007, pp. 1.832 y ss., p. 1.838, señala cómo la fuente legal del privilegio y su absoluta tipicidad así como la absoluta exclusión de una posible fuente convencional llevan o comportan la taxatividad de los privilegios según un juicio de «meritevolezza» en relación a la causa del crédito y a la unicidad de la categoría para todo tipo de bienes.

(113) En parecidos términos y referido al principio de prioridad del artículo 17 LH, vid. ROCA SASTRE/ROCA-SASTRE MANCUNILL, *Derecho hipotecario*, II, 8.ª ed., 1995, pp. 61 y ss. Sobre el privilegio, la preferencia y el rango vid. sobre el derecho de preferencia el trabajo de PLANIOL/RIPERT, *Traité practique de droit civil francaiçe, Suretès Reélles*, XIII, París, 1953, pp. 222 y ss.

(114) Se ha llegado incluso a proponer en el caso de *security interest priority* de limitar su derecho de ejecución a sólo una fracción de la *collateral*. Vid. SCHWARTZ, «Priority contracts and priority in Bankruptcy», *Cornell L. R.*,

El privilegio tiene su razón de ser (aunque esta no sea homogénea para la enorme tipología de los mismos), su causa y su justificación funcional, esto es, es la herramienta o instrumento que permite la tutela del crédito, una tutela conflictual que permite discriminar y jerarquizar e incluso *degradar* a los acreedores concurrentes en un patrimonio deficitario y, que, al mismo tiempo, permite reducir los *costes de transacción* en la contratación de garantías dentro de lo que es una mayor o menor aversión al riesgo. Ahora bien, su abuso, como todo en la vida, genera importantes disfuncionalidades, amén de desnaturalizaciones importantes. El privilegio por sí no aniquila el principio de la paridad ni tampoco conduce al ostracismo del crédito ordinario, su utilización desmesurada y egoísta sí, pues en cierto modo se traiciona a sí mismo(115). La preferencia creditual es una modalización del principio de responsabilidad patrimonial universal y que opera precisamente cuando actúa precisamente dicha responsabilidad (RDGRN de 28 de junio de 2005)(116). No se busca tanto proteger al acreedor o acreedores del comportamiento del deudor como tratar de inmunizar a unos acreedores de la concurrencia y de las pretensiones, legítimas, de los

---

1997 (82), pp. 1396 ss., p. 1397; BEBCHUK/FRIED, «The Uneasy Case for the priority of secured claims in Bankruptcy», *Yale L. J*. (105), 1996, pp. 857 ss., p. 909-911, propone como regla una *fixed-fraction* del 75%. HUDSON, «The case against secured lending», IRLE, 1995, p. 45, para quien, si bien se discute la fracción, se decanta por situarla alrededor del 80%. Incluso se ha llegado a insinuar una reconversión de los acreedores *junior* en acreedores ordinarios —vid. MANN, «The first shall be last: A contextual argument for abandoning temporal rules of lien priority», *Tex. L. R*. (75) 1996, pp. 11 ss., p. 45 a 49—. Más recientemente, la *Enterprise Act* 2002 propone que un cierto porcentaje de las ejecuciones de una *floating charge* sea apartada en favor de los *unsecured creditors*, si bien legalmente todavía no se ha establecido el tanto por ciento que se implementaría por vía estatutaria. Esta idea no es nueva, pues ya responde al marco que en su día estableció el Cork Committee Report on Insolvency Law, que recomendaba un 10% de esas ejecuciones entregadas a los acreedores ordinarios o no garantizados. Vid. MILMAN, «The 10 Per Cent Fund», Insolv. L., 1999, pp. 47 y ss. Como bien señalaba el presidente de este comité, Sir Kenneth Cork, se pretendía: «First, the almost total abolition of preferences; secondly, restrictions on the reservation of title; thirdly, creditors having fixed charges to be restrained from realising their security for 12 months after the appointment of a receiver … therefore it seems fair to some of us … to give the unsecured creditors a stake, say 10 per cent, in the net realisations of the receiver». Como nos podemos imaginar la mayor oposición se suscitó por parte de los Bancos, y cuando la Insolvency Bill, resultado del Cork Report, fue publicado en 1984 no se incluía la provisión del 10%. Vid. McCORMACK, «The Priority of Secured Credit», cit., p. 391. GOODE, «Is the Law too Favourable to Secured Creditors?», *Can.Bus.L.J.*, 1983-1984, vol. 8, pp. 53 y ss., p. 75. Contundente en nuestra doctrina LLEBOT MAJÓ, *Las garantías en los procedimientos concursales*, Madrid, 2000, p. 111, cuando asevera cómo la finalidad de restituir el principio de la *par conditio* explica la necesidad que se califica como de racionalización del sistema de privilegios. Esto, no obstante —*continúa el autor*—, desde una perspectiva distinta, dotar de racionalidad al sistema de privilegios comporta una tarea diversa que consiste en fijar el criterio que explique y justifique los privilegios otorgados.

(115) Como bien señalan SCHÄFER/OTT, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, 3 .ª ed., Berlín-Heidelberg, 2000, p. 557, a través de la constitución de garantías no sólo se satisface el *Prioritätsprinzip* sino que se reduce al propio *Delcredere-Risiko*. Véase algo más reciente el trabajo más genérico pero puntilloso también de PIEKENBROCK, «Insolvenzprivilegien im deutschen, ausländischen und europäischen Recht», *ZZP*, 2009, vol. 122, n.º 1, pp. 63 y ss.

(116) Insiste esta resolución de la DGRN de 28 de junio de 2005 en que para que se produzca la concurrencia de acreedores que permita desenvolver la virtualidad de la denominada «preferencia» es preciso que el acreedor pretendidamente preferente acceda por vía de tercería de mejor derecho a la ejecución ya instada por otro acreedor del ejecutado —art. 614 LEC—, y que, tras una fase contradictoria entre el tercerista y el actor y ejecutado —art. 617.1—, se dicte sentencia resolviendo sobre la existencia del privilegio y el orden en que los créditos deben ser satisfechos —art. 620.1—. Así pues, es el acreedor pretendidamente preferente el que debe acudir a una ejecución ya iniciada por otro acreedor del deudor común, si quiere hacer valer su pretendida preferencia frente al actor, y si no lo hace, dicha preferencia devendrá inoperante, pues el precio de remate del bien ejecutado se destinará en primer lugar al pago íntegro del ejecutante —art. 613.1 y 2—; resulta inequívoco que la actuación de una preferencia presupone un reconocimiento judicial de la misma en procedimiento contradictorio entre los dos acreedores concurrentes.

otros. El privilegio, al igual que la garantía real, infiere una válvula de escape a los acreedores ante determinadas conductas o comportamientos estratégicos tanto del deudor como de otros posibles acreedores. Es la medida o límite del riesgo que está dispuesto a asumir un concreto acreedor, sea de forma negocial, sea de forma legal. Inmuniza a su titular de posibles connivencias o decisiones oportunistas por parte del deudor en el concurso quien, no teniendo nada que perder, pues a lo sumo no superará el coste del propio concurso, se arriesga a adoptar arbitrariamente decisiones poco ecuánimes y partidistas. El privilegio se sustenta como pilar básico, en sus fuentes, sean legales sean convencionales, en su tipicidad absoluta y al menos en la norma concursal la imposibilidad de crear nuevas prelaciones al margen de la misma, cosa o cuestión distinta y para ejecuciones singulares es que desde el derecho autonómico, que no foral, pero entendiendo aquél integrado en éste, algunos ordenamientos han consagrado figuras que en puridad no son garantías reales y que sin embargo juegan una suerte de asimiladas a las mismas, caso del derecho de retención en el libro quinto del Código civil catalán. Pero también se sustenta, amén de esa tipicidad, en la unidad del mismo, pese a que el mismo pueda investirse de características específicas o generales. Y sobre todo, juega un papel fundamental y esencial en la dase ejecutiva de un concurso de acreedores, en el momento del reparto del activo, donde al margen de sus propias características de cada preferencia en particular desarrollan la función primigenia, que no es otra que la de desarrollar la función de asegurar la prelación en el ámbito predeterminado por el legislador(117).

No olvidemos que crédito privilegiado significa, en primer lugar, crédito preferente, y como toda preferencia tendrá una fundamental razón de ser, existir y justificarse en un marco de concurrencia, en este caso con otros acreedores(118). Si un acreedor puede garantizar la financiación que concede constituyendo una garantía sobre un bien del deudor que le permita una satisfacción prioritaria, entonces no cabe duda de que es más eficiente que la regla de la *par conditio creditorum*(119). Pero ¿están o tienen todos los acreedores idénticas

---

(117) Cfr. RUGGIERO, «Art. 111», *Il nuovo diritto fallimentare*, cit., p. 1.839, quien asevera cómo la peculiaridad del privilegio consiste en asegurar, en sede de reparto, una función de garantía real para el «diritto de seguito» y para la posibilidad de obtener una satisfacción inmediata a través de lo conseguido con el bien vinculado, si bien siempre en la óptica de la función distributiva.

(118) Señala ÁLVAREZ CAPEROCHIPI, *El registro de la propiedad y las preferencias del crédito en la ejecución y en el concurso (Especial estudio de la nueva Ley Concursal)*, Granada, 2004, p. 215, que el sistema de los privilegios crediticios se funda en dos principios: la preferencia de la especialidad y de la prioridad. La estructura de los privilegios crediticios (preferencia y rango) se corresponde con la estructura de organización de la titulación pública, como sistema de publicidad de los documentos (registral y notarial). Tanto los privilegios especiales como los generales se fundan y se gradúan por la publicidad: los especiales en la publicidad registral, y los generales en la publicidad escrituraria.

(119) Sobre la vigencia real de tal principio, sus límites y su oportunidad frente a otros principios adoptables, véase la aportación de PEINADO GRACIA, «La distribución del riesgo de insolvencia», *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, I, Madrid, 2005, pp. 427 y ss., p. 429. Como bien señala el autor, la insolvencia es un riesgo que el ordenamiento distribuye, imputa o hace soportar a diferentes acreedores del concursado con diversos criterios, uno de los cuales es la igualdad de trato entre todos los afectados, mutualizándose así su riesgo. Sobre la evolución conceptual de esta igualdad, véase la aportación de NEMEDEU, «Le principe d'égalité des créanciers: vers une double mutation conceptuelle», *RTDC*, 2008, n.º 2, pp. 241 y ss.; Más detenidamente en SCHILDBACH, «Sicherheiten versus par condicio creditorum», *BB*, 1983, n.º 34, pp. 2.129 y ss., especialmente p. 2.135, en donde establece una serie de propuestas entre la *par conditio creditorum* y las garantías en las relaciones entre acreedor y deudor. La primera, la conocida como cláusula «me first rules», por la que se establece un rango absolutamente prioritario del crédito a la hora del cobro, y la segunda alternativa es «die Einigung von Gläubiger und Schuldner auf

posibilidades? Sin duda, hoy en día, el principio de la *par conditio* tiene más de mito que de realidad. Por el camino, unos y otros, legislador, doctrina, jurisprudencia y grupos de interés, no han hecho otra cosa más que limitar, desvirtuar y degradar la esencia misma de la igualdad de trato entre acreedores, allí donde precisamente debería haber un tratamiento igualitario(120). Todavía resuena el lejano eco que la huella de la igualdad impregnó algún día el derecho de quiebras. Igualdad predicada, estudiada, en su contenido, en su valor, en su utilidad y estabilidad, pero que en un procedimiento concursal sólo son iguales los que no pueden preverse de causas de desigualdad, que les haga distintos, que les diferencie frente a esa igualdad. La paradoja de la igualdad tiene poca o escasa cabida en el concurso de acreedores, salvo para los ordinarios, los grandes preteridos de la norma concursal. Igualdad a la hora de tener derecho a participar en el concurso, pero no a la de repartir. Ahora bien, tampoco hemos de negar que no juegue papel alguno, si bien más en el plano de las ideas que en el de lo real(121).

El privilegio y, por mejor decir, su grado de resistencia, se hace valer frente a los demás acreedores y, especialmente, frente a aquellos que a su vez tratan de prevalerse de su posición para cobrar con preferencia tanto en situaciones de concurrencia concursales como, en menor medida, en situaciones de tercerías. En cierto sentido y, sobre todo, en el momento en que el crédito es exigible, la existencia del privilegio es indiferente para el deudor ya que el privilegio no le vincula en el momento del pago salvo, como bien se ha señalado, que el pago se haga en fraude o se trate de un pago simulado, pero entonces ya no es una cuestión de privilegio, sino de fraude de acreedores incluso ordinarios o de nulidad por simulación(122). La preferencia actúa y se ejercita frente a quienes son los acreedores del deudor común, pero no respecto de éste, a quien ya sólo tangencialmente le afecta la preferencia en los pagos con el líquido de sus bienes. El deudor o bien ha concertado una causa de preferencia negocial, o bien no le ha quedado más remedio que pasar y aceptar la imposición de una causa de preferencia legal.

Cuestión bien distinta es que para hacer efectiva la virtualidad del privilegio su titular haya de actuar necesariamente y tratar de hacerlo valer en tiempo y lugar oportuno. Si el crédito preferente no se hubiere comunicado en tiempo y forma en el momento oportuno,

---

die von ihnen in den verschiedenen künftigen Zeitpunkten für möglich gehaltenen Umweltzustände und die bindende Festlegung des Schuldners auf jeweils bestimmte —die Gläubigerinteressen nicho bedrohende— Handlungen in den möglichen Zeitpunkten und Zuständen». Sobre los acreedores sin garantía y bajo el gráfico título de «¿Queda algo para los acreedores sin garantía?», reflexiona BRIGHTON, «Is there Anything left for Unsecured Creditors?», 1 Part II, *ABIJ*, 2009, n.º 27, pp. 4 y ss.; y, del mismo autor, BRIGHTON, «What's left for Unsecured Creditors? Q part I», *ABIJ*, 2008, n.º 27, p. 2 y ss.

(120) En la literatura jurídica es recurrente esta idea, véase entre otros ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, «Crisis de la empresa y procedimientos concursales», *AAMN*, 1981, XXIV, pp. 253 y ss., p. 257; BISBAL, «La insoportable levedad del Derecho concursal», *RDM*, 1994, núm. 214, pp. 843 y ss., p. 850. Más profundamente, y desde un análisis específico de los principios de proporcionalidad y *par conditio,* vid. GARRIDO, *Tratado de las preferencias del crédito*, Madrid, 2000, pp. 721 y ss.. También COLESANTI, «Mito e relata della «par condicio»», *Fallimento*, 1984, p. 32 y ss.

(121) No en vano algunos autores parifican su papel en ser una «idea-fuerza» en continua pugna con otros principios o valores dignos de tutela y, por ello, con desigual intensidad en las distintas instituciones concursales. Vid. en este sentido, PEINADO GRACIA, «La distribución del riesgo de insolvencia», cit., p. 430. También VICENT CHULIÁ, «El contenido de nuestras instituciones concursales y las actuales perspectivas de reforma», *RJC*, 1979, p. 192.

(122) En este sentido BLASCO GASCÓ, *Prelación y pago a los acreedores concursales*, Cizur Menor, 2004, p. 91.

el acreedor pechará con las consecuencias perjudiciales de su propia inacción negligente o falta de una mínima diligencia salvo, eso sí, que se trate de créditos que consten o bien de una forma indubitada en la documentación del deudor o que gocen de un reconocimiento legal imperativo y que en modo alguno verán alterada su naturaleza jurídica. La pasividad afecta al acreedor titular de la preferencia y, consecuentemente, beneficia al resto de acreedores, tanto preferentes como ordinarios. Y la afecta de tal modo y con tamaña intensidad que si además ese acreedor privilegiado estuviere especialmente relacionado con el deudor puede perder incluso la garantía (véase el dictado del artículo 97.2 de la LC) [(123)].

O pensemos igualmente en el acreedor que además de tener una garantía real goza también de una fianza o un aval. En principio sería tanto acreedor privilegiado como acreedor ordinario por el crédito personal, pero supongamos además, y en una nueva vuelta de tuerca, que el fiador o el avalista es persona especialmente relacionada con el deudor. En este caso, el crédito del fiador respecto del concursado se califica como subordinado, supuesto sin lugar a dudas estrella en el artículo 93 de la norma concursal, pues el mismo parece pensado exclusivamente para el fiador, pero, ¿cómo calificamos el crédito del acreedor?, por un lado sería acreedor privilegiado pero por otro y, a consecuencia de la fianza, también sería acreedor subordinado, pues aquel crédito queda contaminado por el subordinado. Estaríamos en presencia de créditos de diverso rango, tanto ordinario como privilegiado, pero ¿acaso el hecho de que un fiador sea subordinado contagia semejante condición al acreedor?, ¿tendría que renunciar al aval o a la fianza el acreedor además hipotecario para no verse arrastrado por la subordinación?, ¿acaso un juez le privaría, transcurrida la paralización de la ejecución o realización forzosa, de su posibilidad de ejecutar una vez aprobado el convenio o transcurrido el plazo de un año sin llegar a él y siempre y cuando no se hubiere abierto la fase de liquidación?, ¿cómo va a extinguir o cancelar la hipoteca y en base a qué norma legal?, ¿sería aplicable el artículo 97.2, que únicamente deja a salvo a los privilegiados especiales personas naturales?, ¿cómo ha de colegirse entonces el dictado del artículo 87.6 de la norma concursal?, ¿únicamente sirve de aviso punitivo de lo que sucederá cuando el fiador es persona especialmente relacionada con el deudor?, ¿sólo es de aplicación cuando se produce la sustitución del acreedor titular del crédito por el pago llevado a cabo por el fiador? Es indubitado que el artículo sólo tiene sentido interpretando que el pago del fiador es un pago postconcursal. En otro caso la regla prevalente no sería la del artículo 87.6 sino la del 87.7 de la Ley Concursal[(124)].

Téngase en cuenta además que en la nueva Ley Concursal la primera categoría de créditos subordinados o legalmente postergados en el pago serán, precisamente, aquellos

---

(123) «2. Si el acreedor calificado en la lista de acreedores como especialmente relacionado con el deudor no impugnare en tiempo y forma esta calificación, el juez del concurso, vencido el plazo de impugnación y sin más trámites, dictará auto declarando extinguidas las garantías de cualquier clase constituidas a favor de los créditos de que aquel fuera titular, ordenando, en su caso, la restitución posesoria y la cancelación de los asientos en los registros correspondientes. Quedan exceptuados de este supuesto los créditos comprendidos en el número 1.º del artículo 91 cuando el concursado sea persona natural». Lógicamente, cuando se hace referencia a las garantías de cualquier clase entendemos que son las relevantes a efectos concursales.

(124) Conforme entre otros CARRASCO PERERA, *Los derechos de garantía en la Ley Concursal*, cit., p. 238; también MARTÍNEZ ROSADO, «Comentario a la sentencia núm. 35, de 22 de marzo de 2005, del Juzgado de lo Mercantil núm. 5 de Madrid, relativa a la clasificación de los créditos que gozan de fianza de tercero», *RCP*, 2005, n.º 3, pp. 253 y ss., p. 255.

acreedores que, o bien han comunicado extemporáneamente sus créditos a los administradores concursales, o bien, aun no habiéndolos comunicado, los haya incluido el juez en la lista de acreedores. En su momento analizaremos con más detenimiento los créditos subordinados por comunicación tardía, así como sus excepciones. Pero pensemos ahora en un supuesto probable: un crédito que es comunicado tardíamente al concurso pero que goza además de garantía real, por lo que tiene o tendría la cualidad de ser privilegiado, la pregunta no es otra que la de, ¿cómo afectaría al crédito la contingencia de una comunicación extemporánea? En este caso, y salvo en el supuesto de créditos de personas especialmente relacionados con el deudor que ven extinguida la garantía (art. 97.2 LC), serán créditos subordinados, pero, eso sí, con una garantía real subsistente (art. 97.2 LC *a contrario*). ¿Cómo se compagina entonces en este supuesto la garantía con el privilegio o probable antiprivilegio?, muy fácil, la mera subordinación, salvo en ese caso particular, no extingue la garantía, sólo la relega a su vigencia en sede subordinada. Garantía, postergación y relegación no son del todo incompatibles cuando se habla de subordinación, no de extinción. No es un supuesto rocambolesco o de laboratorio sino perfectamente posible y que en buena medida desemboca por un comportamiento o conducta poco diligente, cuando menos, del acreedor privilegiado[125].

Piénsese, por ejemplo, en el caso de un acreedor pignoraticio que comunica tardíamente su crédito al concurso y siempre y cuando no pueda acogerse a alguna de las excepciones que deben tenerse en cuenta, entre otras que obre en la documentación del concursado la constancia de semejante crédito; este hecho hará de él un acreedor subordinado (art. 92.1 LC), pero no significará en modo alguno la extinción de su garantía (art. 97.2 LC *a contrario*). Es cierto que probablemente llegar a este extremo será muy improbable pero no por ello imposible.

A nuestro juicio eso significa que la garantía sólo puede tener efectos respetando los efectos de la subordinación; es decir, que la administración concursal sólo podrá proceder a la ejecución del bien objeto de la garantía cuando no haya otros bienes realizables, y, en tal caso, el subordinado garantizado tendrá derecho preferente al producto obtenido y que no se haya agotado entre los ordinarios[126]. De lo contrario se banalizaría la efectividad pero también la esencia de una garantía real, y máxime si se tiene en cuenta que la expropiación de valor de las garantías reales sólo puede proceder por disposición legal. Si la garantía sigue al crédito, también lo hará en la subordinación. Ni éste es inmune ni tampoco aquélla lo es a tal efecto legal. La consecuencia, aunque ciertamente pueda extrañar, y de hecho extraña, sería que el acreedor comunicaría su crédito no como privilegiado, sino como ordinario, pero conservaría su garantía real; o dicho de otro modo, seguiría siendo un privilegiado, ya que todo ordinario con garantía real es un privilegiado. El resultado sería,

---

(125) Este hecho lleva a CORDERO LOBATO, «Comentario al art. 97», en *Comentarios a la ley concursal* [R. BERCOVITZ (Dir.)], T. I, Madrid, 2003, pp. 1.120-1.121, a la lógica crítica de que la extinción de garantías sólo proceda en ese caso de subordinación, proponiendo extenderlo sin más a cualesquiera supuestos de subordinación, por ejemplo, por comunicación tardía. En Portugal, el art. 47.4.b) de su Ley concursal (L. 53/2004, de 18 de marzo) prevé que serán «b) "Subordinados" os créditos enumerados no artigo seguinte, excepto quando beneficiem de privilégios creditórios, gerais ou especiais, ou de hipotecas legais, que não se extingam por efeito da declaração de insolvência».

(126) Cfr. el magnífico estudio de PERDICES HUETOS, *Fianza y concurso. Las garantías personales en la Ley Concursal*, Cizur Menor, 2005, p. 94. Nos adelanta este autor una parte de este valioso trabajo en PERDICES HUETOS, «La clasificación de los créditos personalmente garantizados», *ADCo*, 2004, núm. 3, pp. 115-135.

como no puede ser de otra forma, el mismo que si se excluye la aplicación del art. 87.6 LC en estos casos[127]. Un artículo complejo, confuso y que provocará a buen seguro que se escriban y reescriban cientos de páginas, si bien unas serán sin duda más interesadas y oportunistas que otras. De hecho ya han surgido varias y variadas posturas doctrinales, todas ellas igualmente respetables, pero que se agrupan básicamente en torno a, una, una interpretación literal de la norma, y otra, en torno a una interpretación correctora de la misma, pasando por los que proponen una lectura alternativa de la norma que evite el rigor de sus términos cuando de éstos se deriven consecuencias indeseables. Buena muestra de esta dualidad la brinda la Sentencia de 8 de junio de 2005 del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Oviedo. La sombra de algunas entidades especialmente de crédito y financiación está detrás, aunque no sea alargada.

De lo que no debe caber duda alguna es de que unos acreedores tratarán de hacer valer su preferencia a toda costa, otros, en cambio, la negarán o tratarán de atacarla frontal o sesgadamente, de un modo directo o indirecto, a saber, mediante los canales que la propia Ley Concursal dispensa a los administradores concursales para tratar de impugnar y hacer ineficaces o en su caso, inoponibles al concurso, aquellos privilegios y sobre todo, aquellas garantías reales —privilegios especiales— que hayan sido constituidos por el deudor, quizás impuestos por el financiador en un lo tomas o lo dejas, antes de la declaración del concurso. Así las cosas, varias son las vías que arbitra la norma concursal para que la administración concursal pueda impugnar y enervar la operatividad de ciertas garantías y, por ende, de ciertos privilegios que fueron constituidos en perjuicio de la masa[128]. En primer lugar, la administración concursal puede impugnar la existencia y validez de los créditos asegurados con garantía real dentro del plazo para emitir su informe (artículo 74), de modo que el crédito puede ser no reconocido ni siquiera como ordinario y menos como privilegiado; en segundo lugar, podrán también los administradores, y subsidiariamente el acreedor individual, ejercitar la acción ordinaria de rescisión de la garantía por fraude —artículo 1111 del CC—, por lo que el ámbito de impugnación en cierto sentido se amplía, siempre y cuando los supuestos actos rescindibles no se hallen cubiertos por la extensión de la revocatoria concursal del artículo 71.6, artículo este que adquiere una nueva dimensión amén de redacción a la vista de los fuertes embates que la crisis económica y financiera ha tenido y tiene en nuestro país (vid. Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica, normativa apresurada e interesada y que en su exposición de motivos se justificó entre otras cuestiones en que la vigente ley concursal se dictó en un entorno económico completamente distinto al actual, sin ser hasta que la crisis financiera internacional se ha

(127) Sobre estos extremos ya hemos tenido ocasión de pronunciarnos en nuestros trabajos, VEIGA COPO, *La masa pasiva del concurso de acreedores*, Cizur Menor, 2010; VEIGA COPO, «Hacia la globalidad de las garantías reales. De las garantías ómnibus, globales y futuras a las garantías financieras», en *Créditos, garantías y concurso. Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Ruiz de Velasco* [VEIGA (Coord.)], Cizur Menor, 2010, pp. 31 y ss.; VEIGA COPO, «Los créditos subordinados en procesos de insolvencia. Especial situación de los créditos de sociedades», *Aranzadi Civil*, 2011, n.º 10, pp. 54 a 89.

(128) No obstante, no es menos cierto que con la nueva regulación concursal se hace harto difícil definir y delimitar qué ha de entenderse por perjuicio a efectos rescisorios una vez que la Ley ha minimizado y obviado la exigencia de fraude. Sobre este particular véase el estudio que lleva a cabo CARRASCO PERERA, *Los derechos de garantía en la Ley Concursal*, cit., p. 311 y ss.

trasladado a las empresas cuando se ha podido comprobar la inadecuación de algunas de sus previsiones)[129]; en tercer lugar, las garantías prestadas a favor de acreedores subordinados podrán ser *anuladas* de oficio por el juez siempre que se cumplan las premisas del artículo 97.2; por último, tanto la administración concursal como subsidiariamente el acreedor individual, podrán enervar la revocatoria concursal del artículo 71 con la finalidad de declarar la ineficacia de la garantía constituida en los dos años anteriores a la fecha de declaración del concurso.

La reforma de 2009 tuvo como verdadera médula lograr y facilitar la salvaguardia de los acuerdos de refinanciación, regulando tan sólo uno de los múltiples aspectos, incluso aristas, que planeaban los mismos de cara a su salvaguardia en el proceso concurso y por tanto su blindamiento ante el claro e inequívoco dictado del artículo 71 que ahora simplemente enmudece. Así, el blindaje no es otro que el salvaguardarlos siempre que se cumplan unas premisas y condiciones, en todo caso benévolas para el acreedor, de la acción rescisoria concursal, acuerdo que además no paraliza las ejecuciones de los acreedores. La Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 6 de febrero de 2009 otorga validez a una hipoteca constituida seis meses antes de que se instara el concurso, basándose en que una deuda a corto plazo se convierte en otra de largo plazo, lo que amplía el crédito de la empresa concursada, consiguiendo así liquide. La Audiencia revoca la rescisión de las hipotecas —un total de cinco garantías hipotecarias que se habían constituido próximas al millón de euros—, y que el juzgado de lo mercantil consideró que eran perjudiciales para la masa activa, conforme a la presunción prevista en el artículo 71.3.2.º de la LC. Estos eran los derroteros, sin entrar ahora en la bondad o el error de la reforma en este apartado, por los que ya transitaban los pronunciamientos forenses inmediatamente anteriores a la reforma de 2009.

El problema deriva de la ingente conflictividad de unos privilegios inmersos en su propio laberinto tejido en una auténtica red de araña en la que chocan y se entrecruzan, amén de traicionarse, en ocasiones, entre ellos. Unos privilegios o preferencias que tratan de anteponerse y de prevalecer unos sobre los otros en una desenfrenada carrera, pero teniendo todos como punto denominador común que su exigencia y su efectividad se produce en un marco de insuficiencia patrimonial aguda del deudor. Pero tachar e imputar a los privilegios de ser causantes del empobrecimiento del patrimonio concursal o incluso de aniquilar el principio de paridad en perjuicio de los acreedores ordinarios es confundir unas cosas con otras[130].

La *par conditio creditorum* se sitúa en el plano de lo ideal, pues llevarla a sus últimas consecuencias choca, en principio, con el concepto de justo. Pues ¿acaso no es justo que aquel acreedor que ha desarrollado una mayor inversión en la vigilancia del estado patri-

---

(129) Una de las primeras y decididas críticas a este Real Decreto-ley es de BELTRÁN, «La reforma —inarmónica— de la Ley Concursal», *Actualidad Jurídica Aranzadi*, 14 de mayo de 2009, n.º 775, pp. 1 y ss., p. 1, que critica ya esta aseveración de la exposición de motivos calificándola de inexacta dado que muchas de las modificaciones operadas por este Real Decreto habían sido sugeridas antes incluso de la promulgación de la Ley, y desde luego, solicitadas en las numerosas resoluciones judiciales dictadas desde su entrada en vigor y en la literatura generada por la reforma de la legislación concursal.

(130) En parecidos términos véase el excelente trabajo de BERMEJO GUTIÉRREZ, *Créditos y quiebra*, Madrid, 2002, pp. 280 y ss.

monial del deudor pueda obtener una mejor satisfacción que aquel que ha permanecido indiferente e inerme ante los avatares económicos del deudor insolvente? No ignoramos que la situación y posición económica de unos acreedores difiere de la de otros, más pequeños y con menor margen de maniobra. Pensemos simplemente en aquellos acreedores ordinarios totalmente desprotegidos voluntaria o involuntariamente y, en todo caso, al socaire de lo que quede en un patrimonio escaso cuando otros sí se han provisto de garantías y privilegios legales. En demasiados casos se carecerá de la información eficiente y efectiva del riesgo de insolvencia del deudor, de la otra contraparte, pero en otros no, dado el mayor análisis y estudio anticipado del riesgo. E igualmente, ¿acaso no es más justo que aquellos acreedores que analizado y calculado el riesgo del deudor, que conocían por tanto, y que sólo fueron proclives a negociar y contratar provistos con una o varias garantías que les irrogó una causa de preferencia negocial de cara a una hipotética insolvencia, gocen en definitiva de una mejor posición en caso de concurso? ¿Es que no todos los acreedores del deudor podían hacerlo igualmente? ¿Por qué otros acreedores no han incorporado al coste efectivo del crédito el riesgo de insolvencia? Sin duda se acaban irrogando las consecuencias patrimoniales del riesgo de insolvencia sobre unos acreedores y no sobre todos, con lo que unos salen más beneficiados que los otros[(131)]. El coste de información, pero también la imposibilidad de lograrla, jugarán sin duda un papel determinante. Y qué decir por ejemplo del papel que han de jugar en el espacio europeo las nuevas y prolíficas figuras de garantías mobiliarias sin posesión y sin publicidad —*besitzlosen und publizitätlosen Mobiliarsicherheiten*—, pensemos sobre todo en otros ordenamientos el vigor del que gozan las transmisiones en garantías, las reservas de propiedad y las cesiones de crédito[(132)].

En la práctica, la información sobre el riesgo y solvencia del deudor es tan imperfecta como asimétrica, lo que significa el empeoramiento en la posición de algunos acreedores, acreedores que van a ser inducidos por el deudor a elevar y conceder sus créditos hasta condiciones poco óptimas[(133)]. Es impensable que todos los acreedores pudieran haber previsto la situación de insolvencia, dado que siempre habrá acreedores que o bien por el acceso a la información (*insiders*) o bien por su enorme capacidad de anticipación (acreedores profesionales con una organización suficientemente estructurada) puedan valorar eficazmente la evolución presente y futura de la empresa deudora. Sólo éstos podrán valorar objetiva y correctamente y, sobre todo, a bajo coste, el riesgo de insolvencia. No nos extrañe pues que para estos acreedores no rija la *par conditio*, y en cambio sean los que el ordenamiento privilegie, blinde e incluso inmunice como sucede con las garantías que aseguran obligaciones financieras tras el Real Decreto-ley de 11 de marzo de 2005 que analizaremos *infra*.

---

(131) A idéntico razonamiento llega PEINADO GRACIA, «La distribución del riesgo de insolvencia», cit., p. 434.

(132) No le falta razón a SCHILDBACH, «Sicherheiten versus par condicio creditorum», cit., p. 2.129, cuando asevera: «Einerseits wird der "hypertrophen Entwicklung anonymer Sicherungsrechte" die Verantwortung für eine teilweise "fase leichtfertige(n) Kreditgewährung" und die Hauptschuld für die Auszehrung der Konkursmassen (Massearmut) zugeschrieben». Véase también el estudio de BONGIORNO, «La posizione delle banche nelle procedure concorsuali», *Dir. Fall*., 1999, n.º 5, pp. 904 y ss., significativamente p. 915 y ss., donde tras abordarse un análisis abstracto sobre la *par conditio* se detiene el autor en la complejidad de las concesiones abusivas de crédito por parte de los bancos.

(133) Es necesario hacerse eco de las reflexiones de CABRILLO, *Quiebra y liquidación de empresas*, Madrid, 1989, p. 104 y ss.

Y es que, en realidad, el comportamiento y actitud ante el riesgo es distinto y heterogéneo entre los sujetos, dado que siempre habrá individuos cuyo comportamiento y actitud negocial frente al riesgo es adverso y cauteloso y otros, en cambio, son más propensos al mismo. La manera de anticiparse al mismo, de neutralizarlo y proveerse de mecanismos protectores frente a la insolvencia, marcará el devenir mismo del crédito y las relaciones jurídicas que unan al deudor con el acreedor. Unos se inclinarán al mismo, otros tratarán de ser neutrales y, finalmente, otros mostrarán auténtico rechazo ante él(134). La clave radica en la capacidad del control del riesgo de un lado, y el aseguramiento o autogarantía al menor coste posible de otro, de tal modo que si no se puede o quiere incurrir en costes de anticipación y vigilancia, se buscan mecanismos de garantía, de autotutela que suplan a aquéllos.

Las garantías sustituyen la transferencia de información, inmunizan contra todo comportamiento incorrecto del deudor y, sobre todo, reducen los costes de transacción y de control(135). Esta es una de sus mayores atractivos no siempre suficientemente valorados, explicados y tenidos en cuenta. Ahora bien, ¿significa que son eficientes? Sólo por el hecho de proveerse de una garantía normalmente acompañada de una prelación en la tutela del crédito se reducen los costes de investigación y monitoreo sobre la actividad y patrimonio del deudor?(136) Qué duda cabe que la celebración de un contrato implica costes, requiere esfuerzos, conocimientos especiales que, en ocasiones, serán pequeños en relación con el excedente derivado de la cooperación entre las partes. Sin embargo, en otros supuestos, estos costes de transacción son grandes, y lo son de tal modo que cercenan cualquier atisbo de cooperación. Los obstáculos que impiden esta cooperación eficiente surgen cuando los costes de transacción obstruyen la negociación, lo cual se produce bien por derrames o externalidades, bien por información y, finalmente, bien por monopolio. Interesa ahora analizar el coste que surge por falta o defecto de información. El que una de las partes carezca de información puede tener varias causas, a saber, en ocasiones los individuos falsean la realidad o retienen la información a fin de adquirir una ventaja en la negociación, otras omiten transmitir la información para ahorrar costes de comunicación. Y es que, en general, la ignorancia es racional cuando el coste de adquirir la información supera

---

(134) El comportamiento de los acreedores frente al riesgo supone sin duda una alteración en el comportamiento racional en la negociación. Nadie busca un comportamiento cooperativo con otros acreedores, al menos en la fase emergente de concesión de crédito. Un acreedor mínimamente diligente buscará reducir el coste de este riesgo asumiendo el coste de contratar una garantía o una póliza de seguro de créditos o caución. Los que toleran o se inclinan por un mayor riesgo únicamente estarán dispuestos a suscribir una póliza si ésta es inferior al valor previsto al daño, por lo que pechará con parte de ese daño; por el contrario, quien es neutral tratará de contratar un seguro con una prima igual o inferior al valor previsto del riesgo; y, finalmente, quien sufre aversión al riesgo y trata de inmunizarse frente al mismo abonará sin duda una prima más elevada que el riesgo previsto. Vid. en profundidad sobre esta reasignación de riesgos SCHÄFFER/OTT, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, cit., pp. 265 y ss.; sobre todo POSNER/ROSENFIELD, «Impossibility and Related Doctrines in Contract Law», *J. Legal Stud*., 1977, vol. 6, pp. 83 y ss.

(135) Conforme DRUKARCZYK, «Secured debts, bankruptcy and creditors bargain model», IRLE, 1991, núm. 11, pp. 219 y ss.

(136) En cierto modo la garantía provee al acreedor un significado más económico para dirigir o manejar el riesgo «of lending than is potentially provided by an investigation into the creditworthiness of the debtor», así entre otros FINCH, *Corporate Insolvency Law*, 2.ª ed., cit., p. 95, quien sugiere cómo el acreedor garantizado cubre el montante de su crédito y está en óptimas condiciones para extender crédito sobre unos tipos de interés pero no está obligado a calcular la probabilidad «of default or the expected value of its share of the borrower's assets in insolvency»; también BEBCHUK/FRIED, «Uneasy case for the priority of secured claims in Bankruptcy», *Yale L.J.* (105), 1996, pp. 857 ss., p. 914; BUCKLEY, «Bankruptcy Priority Puzzle», *Va.L.Rev.*, 1986, vol. 72, pp. 1393 y ss., cit., pp. 1421 y ss.

al beneficio esperado de la información. En cambio, la ignorancia es irracional cuando el beneficio esperado de la información supera al coste de adquirir la información[137]. El acreedor garantizado puede controlar y saber el margen de actuación de socios y administradores. El monitoreo provee una respuesta a cada riesgo. La finalidad de obtener o hallar esa información es blindar el margen de garantía que posee, indagar incluso posibilidades de sustitución de la garantía como es el caso de garantías flotantes o rotatorias cuando se verifica el patrimonio de ese deudor, radiografiar el comportamiento de éste frente a acreedores públicos, exigir información financiera y económica periódicamente, saber con fehaciencia a qué y cómo se aplica la financiación obtenida. Obtenerla implica también recaracterizar la propia financiación, reestructurarla, cambiar márgenes, exigir nuevos tipos de interés, nuevas garantías o instrumentos de pago, reajustar el plazo del pago, etc.[138].

Es cierto que la satisfacción preferente de estos créditos privilegiados minimiza y detrae considerablemente parte del valor que existe en el patrimonio del deudor. De hecho, no ha de extrañarnos si se les acusa consciente y deliberadamente de devorar lo mejor del patrimonio del deudor o, al menos, aquellos activos y bienes más atractivos y de mayor valor económico. Los privilegios abren la puerta a la satisfacción de estos acreedores porque hacen valer unas preferencias que o bien *ex ante* negociaron o incluso impusieron, o bien la ley se los confirió, pero, ¿acaso no pudieron otros acreedores proveerse también de tales preferencias? Así las cosas, el privilegio implica un coste, sobre todo para el resto de acreedores no privilegiados que ven como el axioma de la redistribución de las pérdidas se convierte en una mera entelequia cuando no en una inútil y vacua declaración programática. Todo se reduce en definitiva a una cuestión de buena o mala información, simétrica o asimétrica, más completa o incompleta, así como la mayor o menor predisposición a tolerar un riesgo adverso o un riesgo neutral, lo que provoca un aumento en el coste del crédito que unos acreedores podrán evitar y otros no[139]. Una posición de no aseguramiento supone un enorme impacto de riesgo que sólo hace incrementar los costes totales del crédito ignorando las prioridades implícitas a un privilegio. Y es que, en definitiva, la garantía, como bien se ha señalado, puede ser responsable de reducir la totalidad de los costes del acreedor cuando un número de acreedores tiene diferentes niveles de información preexistente y costes de monitoreo[140].

No todo acreedor puede permitirse el coste de vigilar la actividad del deudor cuyo comportamiento estratégico no siempre se puede supervisar y menos prever; los considerables costes de vigilar la actividad y el riesgo moral del deudor se desactivan perfectamente

---

(137) Con mayor profundidad, vid. COOTER/ULEN, *Derecho y economía*, México, 1997, pp. 271 y ss.

(138) Sobre el *creditor monitoring* y su relación con el *corporate governance*, vid., TRIANTIS/DANIELS, «The role of debt in interactive corporate governance», *Calif. L. Rev*., 1985, n.º 83, pp. 1073 y ss.; y sobre el control del acreedor sobre la financiación prestada, GILSON/VETSUYPENS, «Creditor control in financially distressed firms: empirical evidence», *Wash. ULQ*, 1994, n.º 72, pp. 1005 y ss.

(139) Señala FINCH, *Corporate Insolvency Law*, cit., p. 97, cómo cuando tal garantía existe pero es incompleta *(or where a secured creditor is reluctant to enforce security because of high transaction costs or reputational concerns) it might be expected that restrictions on managment might, as noted, deal wihts limits on dividend payments, the maximum gearing of the company and the disposition of assets.*

(140) Conforme JACKSON/KRONMAN, «Secured financing and Priorities Among Creditors», *Yale L.J*., (1979), 88, pp. 1.143 y ss., pp. 1160 y ss.; SCOTT, «A Relational Theory of Secured Financing», *Colum. L. Rev*., 1986, n.º 86, pp. 901 y ss., p. 930.

a través de la contratación de garantías y las preferencias que éstas llevan consigo(141). Basta entonces con que los acreedores supervisen la efectividad y eficiencia de aquellas garantías y privilegios que están o fácilmente pueden estar a su alcance para que decidan finalmente si contratan o no. Esto significa además que un acreedor con privilegio especial carece de incentivos para vigilar la solvencia del deudor, pero que, paradójicamente, ese mismo acreedor se encuentra normalmente entre los sujetos con mayor capacidad de control y a menor coste, pues no en vano contará con estructuras organizativas profesionalizadas. Otra cuestión es que además del privilegio o privilegios especiales de que gocen ciertos acreedores profesionales, sobre todo entidades financieras, la Ley blinde e inmunice a estos acreedores con derechos de ejecución extramuros del procedimiento concursal, como de hecho ha sucedido con el Real Decreto-ley de 11 de marzo de 2005 en sus artículos 11 y 12.

El riesgo del crédito condiciona su valor, pero también la actuación que el acreedor esté dispuesto a acometer(142). Es el propio acreedor a quien le compete hacer y deshacer los lazos de sus propias ataduras, o lo que es lo mismo, encarecer y abaratar el riesgo y el coste del crédito que directa o indirectamente está concediendo a un deudor a través de la exigencia de perfeccionar determinadas garantías que aseguren la íntegra satisfacción del crédito que conceden. Y serán el deudor y sus posibles fiadores quienes queden como rehenes en cierto modo de estos instrumentos de los que sólo se liberan si cumplen íntegramente sus débitos.

Las preferencias modulan, flexibilizan y atemperan el principio de la responsabilidad patrimonial universal y por extensión a la regla general de la *par conditio creditorum* que es inherente a esa responsabilidad genérica(143). La *par conditio creditorum* es y tiene que ser compatible con un tratamiento diferenciado de algunos acreedores(144).

Los privilegios son, en definitiva, la excepción y la ruptura de la *par conditio creditorum* y de la ley del dividendo, de manera que los acreedores privilegiados no se someten a proporción alguna entre el total del activo del deudor común concursado y el pasivo(145). Es cierto que la *par conditio* es un efecto de la concursalidad, pero ante un privilegio es

---

(141) Un buen análisis desde la óptica económica del valor tanto de los mecanismos o instrumentos de supervisión como del propio valor de las causas de preferencia negocial en ARRUÑADA, *Teoría contractual de la empresa*, Madrid, 1998, p. 363.

(142) En un sentido análogo BERMEJO GUTIÉRREZ, *Créditos y quiebra*, cit., pp. 35 y ss., por lo que cuanto mayor sea el riesgo de un crédito, menor será el valor de éste, puesto que menor será también su probabilidad de satisfacción.

(143) En parecidos términos BLASCO GASCÓ, *Prelación y pago a los acreedores concursales*, cit., p. 88, quien trae a colación además la Resolución de la Dirección General de los Registros de 3 de abril de 1998 (RJ 1998, 3564).

(144) Sin duda serán muchos y diferentes los intereses que concurren o pueden estar presentes en el concurso. Una visión aproximativa de los diferentes intereses tanto del concurso entendido como procedimiento, y los intereses concurrentes de los acreedores, en GONZÁLEZ BILBAO, «Identificación de los "intereses concurrentes" y del "interés del concurso" en la nueva Ley Concursal», en *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, I, Madrid, 2005, pp. 293-314.

(145) Como bien se ha señalado en teoría «the pari passu principle of distribution as fundamental and all-pervasive», sin embargo en la práctica «a rateable distribution among creditors is rarely achieved». *Vid.* GOODE, *Principles of Corporate Insolvency Law,* Londres, 1997, pp. 143 y ss.

una suerte de defecto de esa misma concursalidad. No existe un derecho subjetivo a la *par conditio creditorum*, es una regla, un sistema(146). La Ley o la voluntad de las partes exoneran a estos acreedores titulares de créditos preferentes de someterse al principio general de igualdad de trato de los acreedores, y paralelamente conceden la facultad de cobrar con preferencia a los demás sobre el producto obtenido con la realización de los bienes del deudor. Los acreedores preferentes rehúyen de todo atisbo de reparto proporcional entre los distintos y concurrentes acreedores, todo lo contrario, hacen prevalecer sus derechos y sus preferencias crediturales. La hora de la verdad de un privilegio se exterioriza plenamente en los procedimientos concursales, donde tratará de hacer valer su esencia y su contenido, su rango y grado y, en definitiva, su efectividad ante la concurrencia de otros créditos preferenciales. El privilegio se configura como una característica y cualidad del crédito, unido en una suerte de simbiosis cuasiperfecta, pero que no impide que el mismo viva una vida que le es propia y hasta cierto punto autónoma, de modo que es posible incluso la extinción del privilegio sin que comporte la correlativa extinción del crédito, como también que el privilegio esté sometido a vicisitudes distintas a las del crédito, como puede ser una sujeción a plazos diferentes(147). Sería un craso error asimilar el privilegio y la garantía real como una misma cosa, dado que ni siquiera tienen que aparecer juntos, es más, a veces es una mera contingencia que se impone por voluntad del legislador. Es más, el privilegio en tanto *Prioritätsprinzip* repercute no sólo en el volumen del crédito y en el contenido del propio contrato, sino también en la propia conducta del acreedor en el supuesto de la insolvencia, donde decidirá en buena medida si la empresa se liquida o continúa. El acreedor velará por sus propios intereses y aun siendo conscientes de que la Ley Concursal apuesta claramente por la solución convenida, el resultado del propio proceso concursal queda en sus manos(148).

Como bien se ha señalado, la transmisión de la propiedad y demás derechos reales y, más claramente aún, la de la titularidad de los créditos y demás derechos incorporales tiene lugar sin requisito alguno de publicidad que pueda concebirse destinado a la protección de los futuros acreedores(149). De este modo y analizando el supuesto de una prenda de bienes muebles, la entrega o desposesión por ejemplo de la cosa pignorada no sirve para publicar la preexistencia de la prenda a fin de proteger y tutelar a sus eventuales acreedores. En cierto sentido se convierte en una suerte de publicidad negativa que exterioriza ciertas limitaciones del pignorante que no puede ya disponer libremente de la cosa pignorada. Del mismo modo tampoco goza de publicidad la inscripción constitutiva de una garantía sobre valores anotados en cuenta en un registro que de por sí ni siquiera es público, donde

---

(146) Certeramente PEINADO GRACIA, «La distribución del riesgo de insolvencia», cit., p. 443, señala que tampoco existe una solidaridad «ideal» que conlleve la *par conditio creditorum*, sino que el derecho concursal está encaminado a la cancelación de las obligaciones de los acreedores, y con ello a su satisfacción, pudiendo existir diversos medios para perseguir tal satisfacción.

(147) Vid. más detenidamente DÍEZ SOTO, «Los privilegios crediticios como mecanismos de protección del crédito», *Preferencias de créditos*, Madrid, 2000, p. 38.

(148) Como señala acertadamente SCHÄFER/OTT, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts,* cit., p. 559: «Effiziente Entscheidungen in Bezug auf die Fortführung oder Liquidierung des Unternehmes sind folglich nur zur erwarten, wenn sie unter dieser Voraussetzung nicht den Gläubigein übertassen bleiben».

(149) Más detenidamente PANTALEÓN, «De la clasificación de los créditos», *Comentarios a la Ley Concursal*, cit., p. 524.

no existe publicidad formal y donde simplemente un tercero difícilmente accederá a estos registros y muchos menos a las cuentas de desglose o detalle de titularidades(150). A lo sumo los titulares de estos valores ya dominicales, ya limitados, exteriorizarán su legitimidad a través de certificados de legitimación y durante el plazo de vigencia temporal del que gozan los mismos. Unos certificados que en modo alguno se asimilan a un título valor y no distan de ser un mero documento de legitimación probatorio.

El que algunos privilegios —muchos en realidad— sean hoy, a la luz del momento socioeconómico que nos ha tocado vivir, obsoletos, disfuncionales, irracionales, dispersos y confusos ante las necesidades del tráfico económico, amén de haber desaparecido prácticamente, en todo o en parte, las causas que en su día justificaron la creación de los mismos como preferencias en el cobro, no ha de impedirnos ver con anteojeras y negar la vigencia e incluso la *justicia* de algunos de ellos, que no hacen más que velar por una satisfacción preferente de los créditos y, por tanto, por una discriminación racional y también justa entre créditos privilegiados y créditos ordinarios(151). Cuestión distinta es cuestionar los parámetros racionales y objetivos que han llevado al legislador a mantener algunos privilegios y no otros, y al mismo tiempo le han llevado también a optar por discriminar y relegar a algunos créditos a una categoría residual, como es la de los créditos subordinados.

7. A MODO DE CONCLUSIONES

Las garantías reales han de constituirse por vías sencillas, claras, eficientes. Empleando arquetipos flexibles, registros funcionales, constituciones que no torpedeen verdaderamente el valor intrínseco de la propia garantía *per se*. Homogeneidad de procedimientos, de tratamiento a las fuentes del crédito, a los negocios jurídicos de garantía sobre la base de una necesaria armonización de los regímenes legales, así como de normas conflictuales en abundamiento de una mayor transparencia y seguridad jurídica es el reto, el titánico reto que deben afrontar las garantías reales.

Modernizar los regímenes legales sobre garantías reales es una tarea inexcusable, urgente. Imprescindible para acoplarse e incluso rediseñar las fuentes del crédito conforme a la realidad práctica, pero ha de hacerse tutelando los diversos intereses en juego, especialmente de las partes más débiles y con mayores costes de información y riesgo.

Constituir garantías funcionalmente coherentes y transparentes debe ir acompañado de una mayor racionalización y armonización regulatoria, tipificatoria contractual, y sobre todo, publicidad a efectos de oponibilidad a través de la creación de registros públicos y no privados, generales y globales sobre el patrimonio de los otorgantes de garantía. ¿Por qué

(150) Sobre la oponibilidad de la garantía y el requisito de escritura pública en el supuesto de prenda sobre acciones anotadas en cuenta véase entre otros VEIGA COPO, *La prenda de acciones*, Madrid, 2002, pp. 241 y ss.

(151) Baste una mera lectura del primer párrafo de la Exposición de Motivos de la Ley Concursal en la que se aseveran los defectos de que adolecía la legislación en vigor hasta el presente: «arcaísmo, inadecuación a la realidad social y económica de nuestro tiempo, dispersión, carencia de un sistema armónico, predominio de determinados intereses particulares en detrimento de otros generales y del principio de igualdad de tratamiento de los acreedores, con la consecuencia de soluciones injustas, frecuentemente propiciadas en la práctica por maniobras de mala fe, abusos y simulaciones, que las normas reguladoras de las instituciones concursales no alcanzan a reprimir eficazmente».

no establecer o unificar unas idénticas reglas de constitución, oponibilidad, prelación y realización de las garantías para todas y cada una de las existentes? Y, en un segundo intento o paso, ¿por qué no fusionar todas y cada una de las garantías reales en una única e integral figura a modo de marco jurídico unitario, global y omnicomprensivo de garantías reales?

La seguridad jurídica se erige en un bastión ineludible. Una seguridad que no está reñida con la ductibilidad y flexibilidad de las garantías, de los condicionados y estipulaciones contractuales, de la transparencia registral que cercene y evite las garantías ocultas o asimilados posesorios que juegan un rol semejante. Pautas claras, reglas sencillas, rápidas, seguras, tanto en la prelación en caso de concurrencia de garantías sobre un mismo bien, o preferencias negociales, cuando no privilegios legales, que permitan a un informado acreedor distinguir sin prevalerse de comportamientos asimétricos de información ni de imposición de sobregarantías que sólo desvalijan y vacían el patrimonio del deudor otorgante.

Una cuestión es dirimir el alcance que las partes quieran dar internamente a sus relaciones crediticias garantorias, y otra bien distinta proyectar ese alcance con eficacia *erga omnes* frente a terceros, sobre todo terceros acreedores que se relacionan o relacionarán con ese deudor prendario. El mercado no es perfecto, como tampoco es homogénea la tolerancia o aversión al riesgo de unos acreedores y otros, así como los costes de información para saber y medir la solvencia y endeudamiento de un patrimonio.

El coste del crédito, la garantía y la indemnidad del proveedor de crédito han fagocitado y superado también los viejos esquemas negociales de garantía. Los mecanismos de garantía son cada vez más amplios, también más difusos, como lo son las técnicas de financiación. Técnicas que van desde el empleo de las reservas de dominio o ventas a plazos para la adquisición de existencias y bienes de equipo, a financiaciones por prestamistas independientes, o incluso filiales de una empresa financiera creada por el propio vendedor, las préstamos renovables con garantías sobre las existencias y futuros créditos por cobrar, el factoraje o *factoring*, la bursatilización, los negocios fiduciarios o con transmisión de la propiedad al financiador, etc.

¿Dónde radica la probidad, los límites tanto cuantitativos como temporales ante el hecho de que al derecho le repugnan las vinculaciones perpetuas, las buenas costumbres, la proporcionalidad? Globalidad de garantía apunta a sobregarantía y ésta a condición predispuesta e impuesta por la parte fuerte contratante. ¿Dónde está la proporción entre la imposición de una garantía y el riesgo asumido? De poco o nada nos sirve o nos dice el prontuario del artículo 88 del TRLGDCU cuando asevera que se presume que no existe desproporción en las cláusulas sobre garantías en los contratos de financiación o de garantía pactadas por entidades financieras que se ajusten a su normativa específica.

Sin duda, la búsqueda de un óptimo equilibrio entre los costes de transacción e información y el robustecimiento de eficientes garantías que privilegien e inmunicen la posición creditual frente al resto de acreedores y no tanto frente al deudor se han convertido en el epicentro de toda garantía, pero queda otro lado que las más de las veces se ignora o se deja de soslayo consciente y deliberadamente, la tutela del deudor, no la tutela conflictual entre acreedores. No olvidemos que la garantía real no se constituye frente al deudor, sino frente al resto de acreedores en caso de colisión de intereses y tutela conflictual del propio crédito, al que se invisten de derechos y privilegios o causas de preferencia unas veces negocial otras, legal.

TRANSFORMACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORRO EN UN ENTORNO DE CRISIS. EL PROCESO DE BANCARIZACIÓN

MARÍA CRUZ MAYORGA TOLEDANO

Prof. Contratada Doctora
Universidad de Málaga

RESUMEN

Se analiza en este trabajo la evolución que han sufrido las cajas de ahorro en orden a superar sus debilidades estructurales en un entorno de crisis económica. En este sentido, se estudian los sucesivos cambios operados en la regulación que abordan las posibles soluciones de forma diferente, señalando opciones opuestas para afrontar esta tarea, y la consecuente instrumentalización de las principales figuras jurídicas utilizadas para este fin.

Palabras clave: *Sistemas institucionales de protección, cajas de ahorro, reforzamiento de la solvencia, regulación de los requerimientos de capital.*

ABSTRACT

The aim of this paper is to analyse the recent evolution of saving banks in Spain in order to overcome their structural weaknesses in a scenario of economic crisis. Thus, the successive changes adopted in the normative regulation are studied, focusing on the different solutions they provided, denoting opposite options to face this endeavour, and on the consequent utilization of the main legal forms used to achieve this goal.

Key words: *Institutional protection system, saving banks, reinforcement solvency, regulation on the capital adequancy.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN: EL ENTORNO DE CRISIS.

II. PREMISAS PREVIAS: VALIDEZ DEL SISTEMA FUNDACIÓN-EMPRESA Y NECESIDAD DE REFORMA. MODELO EUROPEO.

III. PRECEDENTES LEGALES Y SISTEMA DE COMPROMISO (2008).

IV. SISTEMAS DE REESTRUCTURACIÓN (2009-2010).

1. FROB como agente de la reestructuración.

2. La esperada reforma de la legislación de las cajas de ahorro.

3. SIP reforzado e integración.

V. BASILEA III Y EL REFORZAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO (2011).

VI. SANEAMIENTO DEL SECTOR FINANCIERO (2012).

VII. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN: EL ENTORNO DE CRISIS

La actual crisis financiera de ámbito mundial y las singularidades que presenta en España ha tenido el efecto directo de evidenciar de modo incuestionable la debilidad que presentaban las cajas de ahorro en el ámbito del mercado de crédito. La crisis ha supuesto, por tanto, un punto de inflexión en la reforma que estas entidades precisaban, la extrema situación de algunas de ellas demandaba una urgente toma de decisiones que se ha retrasado excesivamente. En este sentido, se ha apuntado como causas estructurales directas de su inestabilidad a su modelo de gestión diseñado por la Ley 31/1985[(1)] y a su peculiar naturaleza, que les dificultaba el acceso a vías de captación de recursos propios y que ha provocado el progresivo y peligroso deterioro de sus balances y de su situación patrimonial.

Para algunos autores[(2)], la necesaria reestructuración que se ha acometido estos últimos años no es sino la constatación del fracaso del sistema anterior. Las reformas realizadas y las que aún están en curso evidencian un proceso que, a su vez, ha sufrido cambios importantes en los principios que lo han inspirado. Si bien en el trasfondo del mismo subyacen de forma inequívoca objetivos como sanear las cajas y acometer la labor de redimensionamiento del sector, que asegure su estabilidad, no siempre se apostó por un sistema unívoco, sino que los mecanismos de concentración impulsados han ido transformándose a la par que los objetivos de las autoridades rectoras del mercado de crédito.

La actual crisis económica, cuyo origen se sitúa en el ámbito financiero, ha generado procesos de depuración y rescate de entidades de crédito, que han ido acompañados de reformas de la normativa reguladora de este mercado, especialmente en el ámbito de la supervisión y la solvencia. En este sentido, se sitúa el epicentro de la crisis en políticas monetarias erróneas y en prolongados desequilibrios macroeconómicos, pero se advierte que la deficitaria regulación vigente entonces no generó la crisis, sino que tan sólo contribuyó a agudizarla al no evitar prácticas nada éticas de las entidades financieras y no identificar los problemas ni actuar en consecuencia para atajarlos[(3)]. El Informe LAROSIÈRE[(4)] en su análisis de la crisis puso efectivamente de manifiesto que la excesiva atención al análisis y supervisión del riesgo microprudencial, en perjuicio de otras valoraciones ma-

---

(1) Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros.

(2) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «El Real Decreto-Ley 11/2010 y la "mercantilización" de las Cajas», *RDBB*, n.º 121, 2011, p. 174.

(3) VEGA SERRANO, J.M.: *La regulación bancaria*, Madrid, 2011, pp. 262 y ss.

(4) Informe del Grupo de Alto Nivel de Supervisión Financiera en la Unión Europea, presidido por Jacques DE LAROSIÈRE, de 25 de febrero de 2009, que fue encargado por la Comisión con la misión de presentarle recomendaciones sobre la manera de reforzar los mecanismos de supervisión de la UE, a fin de proteger mejor a sus ciudadanos y de restablecer la confianza en el sistema financiero. La Comisión de las Comunidades Europeas, a través de la Comunicación «La Supervisión Financiera Europea», COM (2009) 252 final, de 27 de mayo de 2009, señala que, siendo uno de los dos mayores mercados financieros del mundo, la UE tiene también claramente el deber de promover la estabilidad y seguridad financiera mundial, una función que sólo puede cumplir si cuenta, a su vez, con un sólido marco de regulación y supervisión. Ver en este sentido TAPIA HERMIDA, A.J.: «El sistema europeo de Supervisión Financiera», *RDBB*, n.º 121, 2011.

croprudenciales, impidió comprender y evaluar adecuadamente los riesgos y entender la dimensión de la crisis financiera[5].

En este escenario de crisis, España se ve afectada por su propia burbuja inmobiliaria y su proceso de titulización hipotecaria, generado para paliar en parte el déficit de liquidez provocado por una política crediticia excesiva y expansiva. A esta crisis de liquidez contribuyen las cajas de ahorro con su cambio en la estrategia de concesión de créditos, dado que pasaron de alimentar la liquidez del mercando interbancario nacional —debido a su probada eficacia para la captación de ahorro— a ser demandantes de liquidez en ese mercado. Este cambio en la actuación de las cajas generó la contracción del mercado interbancario nacional, incapaz de abastecer por sí mismo las demandas de liquidez. Así pues, el deterioro en las prácticas crediticias de las entidades de crédito y las necesidades crecientes y constantes de liquidez se muestran como rasgos característicos de la actuación de las entidades de crédito.

En este contexto, y para evitar resquebrajar o para restaurar la credibilidad en el sistema financiero, el ordenamiento jurídico está dotado de un verdadero derecho paraconcursal bancario para situaciones de crisis[6]. Un sistema preventivo que actualmente tiene como novedades de esta crisis al Sistema Institucional de Protección como sistema de integración empresarial de efectos menos drásticos que la fusión, y el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria. El propósito del presente trabajo es analizar la normativa diseñada para afrontar la reestructuración del sector y que ha desembocado en un proceso real de bancarización de las cajas de ahorros.

II. PREMISAS PREVIAS: VALIDEZ DEL SISTEMA FUNDACIÓN-EMPRESA Y NECESIDAD DE REFORMA. MODELO EUROPEO

La reforma de la normativa sobre cajas de ahorro se ha operado con la finalidad de afrontar las debilidades de carácter estructural de estas entidades relativas a su gobernanza y su capital. Se planteó como prioritario dotar a las cajas de instrumentos para poder captar en los mercados de capitales recursos propios de máxima calidad[7] y profesionalizar la gestión y mejorar su gobierno corporativo, para superar los problemas derivados de la estructura de gobernanza compleja y rígida que arrastraban de las normas hasta entonces

---

(5) VERGARA, J.I.: «Las recomendaciones del Informe Larosière en relación con la supervisión del Sistema Financiero y su ejecución por la Comisión y el Consejo Europeos». *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 6, 2010, pp. 422 y ss.

(6) VICENT CHULIÁ, F.: «Sistemas Institucionales de Protección (SIP) y reestructuración bancaria, como derecho Paraconcursal», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 13, 2010, p. 28; NÁJERA PASCUAL, A.: «El funcionamiento del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros». *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 4, 2009, p. 1.

(7) Así, IGLESIAS PRADA, J.L.: «Sobre el reforzamiento de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 81, 2004, p. 45, destacaba que las cajas, privadas del recurso de la emisión de acciones, se habían venido limitando a incrementar su capital regulatorio básicamente a través de dos vías, a todas luces insuficientes por limitar considerablemente sus posibilidades de crecimiento: generación de reservas que procedentes de sus excedentes no se destinaban a su obra benéfico-social y la emisión de deuda subordinada a plazo.

vigentes. En este sentido, la LORCA reguló determinados aspectos del gobierno de las cajas pero dejando a las mismas en un cierto ámbito de ambigüedad e indefinición respecto a su naturaleza jurídica. Las cajas de ahorro son encuadrables dentro del modelo fundación-empresa, en una vertiente más compleja y singular por cuanto su carácter fundacional ha ido evolucionando y haciéndose más híbrido al incluirse en las mismas otros elementos ajenos a dicha naturaleza y predominar su carácter funcional de entidad de crédito(8). Así, para algunos autores, la singularidad de estas entidades de crédito frente al resto de la tipología existente en España consiste en que en las cajas existe una institucionalización natural de una suerte de responsabilidad social de la empresa(9).

Es evidente que la deficiente regulación de las cajas de ahorro ha intervenido de forma decisiva en la situación de extrema gravedad a la que han llegado algunas de ellas. De esta manera, la difusa naturaleza jurídica de las mismas y las diversas formas de gestión de su obra social posibilitaron al legislador correspondiente generar una norma que abrió paso a problemas de gestión y control político de estas entidades(10), lo que conllevó a una dualidad reguladora de las mismas y a problemas derivados de una falta de adaptación de sus nuevas funciones —ampliación de su actividad hasta la equiparación con la de los bancos—a las necesidades de capital que ello podía generar(11).

Se han señalado los cinco problemas que arrastraba el régimen legal de las cajas: identidad, legitimación de las decisiones, politización, capitalización y solvencia y responsabilidad. En este contexto normativo, el nivel de intervención por los gobiernos autonómicos en las cajas, en la toma de decisiones, era tan elevado que, a juicio de este autor, provocó la conversión de esas entidades en parte del sector público(12). La LORCA instaura pues un gobierno político de las cajas, alejado de una eficiente gestión basada en criterios profesionales y, además, los principios de buen gobierno corporativo que apare-

---

(8) En este sentido, ver por todos a GARCÍA VILLAVERDE, R.: voz «Caja de Ahorros (D.º Mercantil)», *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I, Madrid, 1995, p. 869; este autor destaca la progresiva asunción de finalidades sociales por las cajas, «entre las que se incluye la posibilidad de convertir la actividad bancaria en social por sí misma». EMBID IRUJO, J.M.: «La inserción de una fundación en un grupo de empresas. Problemas jurídicos». *RDM*, n.º 278, 2010, p. 1378, destaca que el ejercicio de actividades empresariales por fundaciones, que habitualmente se desempeña a través de dos modalidades diferentes, actualmente en las cajas de ahorros se produce un acercamiento evidente entre ambas modalidades pues estas entidades de crédito desarrollan parte de su actividad de forma directa, *fundación-empresa*, y de forma indirecta a través de su participación en el capital de otras sociedades para realizar la misma actividad bancaria, *fundación con empresa.*

(9) ESTEBAN VELASCO, G.: «Algunas reflexiones sobre el sistema de gobierno de las cajas de ahorro», *RDBB*, n.º 108, 2007, pp. 50 y ss.

(10) SÁNCHEZ CALERO, F.: «Sobre el régimen de las cajas de ahorro»; *RDBB*, n.º 108, 2007, p. 30, defiende que la privatización del sistema financiero debería tener como efecto un cambio importante en la regulación en el sistema de designación de los órganos de las cajas, manteniendo su naturaleza como fundaciones de carácter muy especial.

(11) CAÑABATE POZO, R.: «¿Están resueltas las necesidades de financiación de las cajas de ahorros?», *RDS*, n.º 32, 2009, pp. 260 y ss.

(12) ARIÑO ORTIZ, G.: *La necesaria reforma de la Ley de Cajas de Ahorros*, 2009, p. 21. En este mismo sentido, MARTÍNEZ-PUJALTE, V. y SEVILLA, J.: «Propuesta de un modelo de futuro», en AA.VV.: *Pasado y presente de las Cajas de Ahorro*, Madrid, 2009 p. 184, afirman que resulta absolutamente inviable un modelo de cajas donde las decisiones se tomen en los Consejos de Gobierno de una Comunidad Autónoma. No obstante, para FERNÁNDEZ FARRERES, G.: «La presencia de las Administraciones Públicas en los órganos rectores», *RDBB*, n.º 108, 2007, p. 207, la solución o alternativa no será eliminar las representaciones de los actuales grupos, sino reformar los porcentajes de poder.

cen enunciados en su texto como la defensa de los intereses de la caja resultan escasos y poco efectivos[13].

Por otro lado, la injerencia política en las cajas se manifestaba en el reparto de competencias normativas entre el Estado y las Comunidades Autónomas[14]. El entramado de competencias legislativas sobre las cajas de ahorro en función de la materia y del territorio ha generado una gran conflictividad que el Tribunal Constitucional ha debido resolver, aunque no de forma satisfactoria para la racionalidad que exigía el mercado. Además, como se afirma por algún autor, lo básico en referencia al crédito, banca y sistema de pagos resulta ser casi todo[15]. Este mapa normativo disperso que se generó por el reparto de competencias en materia normativa y de supervisión tiene como consecuencia una clara desigualdad competitiva frente a los bancos que, como sociedades mercantiles, dependían exclusivamente del Estado.

Dentro de dicho contexto, el proceso de fusiones entre cajas de ahorro de diferentes Comunidades Autónomas encuentra la llave en las autorizaciones de los respectivos Gobiernos regionales donde se encuentran ubicadas[16]. De esta manera, la posibilidad de realizar fusiones se vio dificultada por las Comunidades que veían en la fusión exclusivamente el efecto de perder las competencias sobre la nueva entidad[17]. Es precisamente este motivo el que ha hecho que la normativa favorezca las operaciones de concentración del sector basadas en SIPs, abandonando los procesos de fusión[18].

---

(13) BERGES, A.; ONTIVEROS, E. y VALERO, F.J.: «Encuadramiento actual de las Cajas de Ahorro en el sistema financiero español», en AA.VV.: *Pasado y presente de las Cajas de Ahorro*, Madrid, 2009, pp. 147 y ss. Estos autores ponen de manifiesto la necesidad de desarrollar un código de buen gobierno específico para el conjunto del sector.

(14) FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R.: «La doble dependencia de las cajas de ahorro», *RDBB*, n.º 108, 2007, pp. 159 y ss. Para este autor, la dependencia más que doble resulta múltiple por cuanto corresponde al Estado la política monetaria, financiera y de solvencia y seguridad, también de la Comunidad Autónoma donde tenga el domicilio la entidad y del resto de Comunidades Autónomas donde estén implantadas.

(15) FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R.: «La doble dependencia de las . . .», *op. cit.,* p. 165.

(16) En este orden, la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles —LME—, introduce tardíamente, a través de la Ley 29/2009, la Disposición Adicional 3.ª sobre la fusión, escisión o cesión global del activo y del pasivo entre entidades de crédito. El sometimiento de las operaciones de fusión reguladas en su mayoría por las Comunidades Autónomas a la LME implica, acorde con los pronunciamientos del Tribunal Constitucional, que sólo sería aplicable a aquellas fusiones realizadas en Comunidades Autónomas que no han regulado sobre el procedimiento de fusión y en las fusiones entre cajas con domicilio en distintas comunidades autónomas, para las que no existe una regulación. FUENTES CRUZ, A.M.ª: «Comentario a la D.A. 3.ª de la Ley de modificaciones estructurales: las modificaciones estructurales de las entidades de crédito», *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 2, 2010, p. 5. Esta autora se plantea que la extensión de la aplicación de la LME a Comunidades Autónomas que tienen expresamente regulado el proceso de fusión tan sólo depende de considerar que estas operaciones de modo indirecto inciden de lleno en su actividad crediticia. De tal manera que el legislador estatal tendría en su mano concebir como básica la materia; no obstante, no parece necesario por la existencia de un consenso entre las administraciones estatal y autonómicas en cuanto la necesidad de reestructurar las cajas de ahorro y por las posteriores medidas legislativas que se han adoptado desde el Gobierno Central que se inclinan por otras operaciones de reestructuración indirecta.

(17) SEQUEIRA MARTÍN, A.: «La relevancia de la fusión de cajas de ahorro», *RDBB*, n.º 108, 2007, pp. 146 y ss.

(18) Quizás todo el proceso de reestructuración del sector financiero no ha seguido un camino del todo coherente y racional y ha dado giros inesperados que han introducido cierta distorsión en el sistema. Sobre el principio de mejor regulación ver QUINTÁS SEOANE, J.R.: «Los nuevos entornos regulatorios y las cajas de ahorros españolas», *RDBB*, n.º 108, 2007, pp. 18 y ss.

En Europa, la evolución de las cajas ha sufrido una suerte diversa; desde países donde han desaparecido por completo como Italia, Reino Unido y Bélgica, hasta Estados donde su pervivencia y arraigo están fuera de toda duda como es el caso de Alemania[19]. El caso de Italia merece una atención particular por las similitudes que presenta la actual reforma española. En Italia, las cajas que tenían base fundacional y que eran de iniciativa pública arrastraban similares problemas que las españolas: su capacidad para competir en el mercado se veía limitada por su dificultad para captar recursos y recapitalizarse y por la toma de decisiones politizada y disociada de los fines económicos de las entidades de crédito (equilibrar balances y optimizar resultados); se producía, como en nuestro país, una confusión entre los fines públicos y la gestión empresarial. Este modelo se reforma a través de la Ley 218/1990, de 30 de julio, y el Decreto Legislativo 356/1999, de 20 de noviembre, y supuso la adopción del modelo de sociedad por acciones. El proceso italiano permitió una recapitalización de estas entidades públicas, procesos de concentración o fusión y una evidente separación entre la política y la gestión empresarial pues, como se ha señalado, se garantizaba la impermeabilidad de la estructura societaria respecto de las finalidades ajenas a la lógica de empresa[20].

El proceso de «bancarización» se llevó a cabo mediante el *conferimento*, por el que el ente *conferente* se convierte en accionista o titular de una participación en el capital de la sociedad *conferitaria*. Se generaban así dos entes, la sociedad por acciones bancaria que ejerce la actividad bancaria y el ente *conferente* o fundación bancaria de naturaleza pública y dotada por el patrimonio formado por una participación de control en la sociedad bancaria titular de la sociedad por acciones bancaria. En una fase posterior, las fundaciones bancarias se transformaron en entidades de derecho privado sin fines de lucro y fueron obligadas de forma paulatina a desprenderse de las participaciones en las sociedades por acciones *conferitarias.*

Este modelo es el que en definitiva se ha impuesto en la reforma del sector en nuestro país[21], si bien, como veremos, en un principio se abogaba por una modernización del entorno regulador de estas entidades de crédito de forma que fueran más competitivas, pero

---

(19) En todo caso, las reformas que conllevaron la desaparición de las cajas o su conversión en nuevas entidades se acometió en estos países entre las décadas de los ochenta y noventa; en España, la reforma se ha acometido *in extremis* con las evidentes consecuencias. En Reino Unido, se llevó un proceso de privatización mediante su salida a Bolsa en 1985, lo que supuso la desaparición de las *Saving Banks*. En Bélgica se acometió un proceso de reforma de la estructura de su mercado bancario a través de la aplicación de la Directiva 89/646/CEE, de 15 de diciembre (Segunda Directiva Bancaria), que se desarrolló mediante sistemas de concentración mediante fusiones y adquisiciones de las cajas de ahorro, v. AA.VV.: *Diversidad en el sector bancario europeo*, Madrid, 2009, p. 182. En Alemania perviven las *Sparkassen*, que son en su totalidad de propiedad pública y que cuentan con amplias restricciones territoriales y operacionales y que cuentan con un sistema de garantías intrasectoriales formado por un sistema de garantías mutuas a cada nivel. En Francia, a través de la Ley de 25 de junio de 1999, se determinó la conversión de las cajas en entidades cooperativas, que, a pesar de su naturaleza, además de la financiación proveniente de la aportación de sus miembros admitían otras aportaciones, desarrollando mecanismos de pasivo muy sofisticados. V. MÉNDEZ ALVAREZ-CEDRÓN, J.M.: «Aportación de las cajas de ahorros a un mercado financiero plural en la Unión Europea», *RDBB*, n.º 108, 2007, pp. 100 y ss.; VALERO, F.J.: «Los Sistemas Institucionales de Protección en su contexto europeo», *Análisis Financiero Internacional*, n.º 139, 2010, p. 26.

(20) ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R.: *Las fundaciones bancarias: de Cajas de Ahorro a sociedades de capital. La experiencia italiana*, Granada, 2003, p. 51.

(21) PEINADO GRACIA, J.I.; «Capital framework and Securities That May Be Issued by Spanish Savings Banks», *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2003, 18-9, p. 388. Este autor ya advertía que la

apostando por mantener su naturaleza jurídica[22]. De esta manera, se optó por fomentar el proceso de fusiones para adecuar el número de entidades a los requerimientos del mercado. La corrección de los problemas se dirigía a establecer mecanismos legales que evitaran la injerencia de la política y a optar por un desarrollo eficaz de la normativa de las cuotas participativas como instrumento esencial al servicio de la recapitalización de las cajas[23], partiendo del reconocimiento de derechos políticos y por tanto, de poder de gestión a los cuotapartícipes y del fomento de un mercado secundario para estos títulos[24]. La reforma de las cajas es una tarea pendiente en nuestro país desde que se diseñaran los requerimientos internacionales de solvencia y recursos propios en los Acuerdos de Basilea I[25]. En la actualidad, está pendiente de aprobación de la normativa europea que implemente Basilea III[26], con el objetivo de instaurar un sistema financiero más seguro y con mayor requerimientos de solvencia y por tanto, de recapitalización para todas las entidades de crédito[27].

---

adopción del sistema italiano implicaría una sensible disminución de los niveles de competencia del sector crediticio español, circunstancia que potenciaría la posición oligárquica de los grupos bancarios en este mercado.

(22) En este sentido, VICENT CHULIÁ, F.: «Sistemas Institucionales de Protección…», *op. cit.,* p. 29, señaló la oportunidad perdida en la DA 3.ª de la LME para haber introducido el mecanismo para la transformación de las cajas de ahorro al estilo de la reforma operada en Italia. Así, promulgaba un desdoblamiento en una fundación dotacional que sería propietaria de las acciones de la sociedad anónima como forma de organización de la empresa de crédito.

(23) COLINO MEDIAVILLA, J.L.: «Reflexiones para mejorar la regulación y facilitar la aceptación de las cuotas participativas», *RDBB*, n.º 108, 2007, pp. 171 y ss.

(24) DE GUINDOS, L., MARTÍNEZ PUJALTE, V. y SEVILLA, J.: «Conclusiones», en AA.VV.: *Pasado y presente de las Cajas…*, *op. cit.*, pp. 215 y ss.

(25) Así lo recoge PEINADO GRACIA, J.I.: «Apuntes para la reforma de las cajas de ahorro y los recursos propios», *Banca Borsa Titoli di Credito*, año LXV, fasc. 2002-2006, 2002, pp. 802 y ss., que señaló la inevitable reforma a la que estaban abocadas las cajas y destacó la similitud entre los *Primary Capital Certificate* de Noruega y las cuotas participativas y las posibilidades de adaptar las ventajas de dicho sistema a los títulos de nuestras cajas de ahorro.

(26) La propuesta de la Comisión Europea de 20 de julio de 2011 presenta una Directiva y un Reglamento que sustituyen a las Directivas sobre requisitos de capital (2006/48/CE, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de crédito y a su ejercicio, y 2006/49/CE, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito). El Reglamento establece los requisitos prudenciales pormenorizados que han de cumplir las entidades de crédito y las empresas de inversión sobre Capital (se incrementa el importe de fondos propios), Liquidez (para mejorar la resistencia a corto plazo del perfil de riesgo de liquidez de las entidades financieras), Coeficiente de apalancamiento (con objeto de limitar el exceso de endeudamiento en los balances de las entidades de crédito y empresas de inversión) y Riesgo de crédito de contraparte (para alentar a los bancos a compensar dichos derivados a través de entidades centrales de contrapartida.

La nueva Directiva endurece los requisitos relativos a los mecanismos y procesos de gobierno corporativo y establece nuevas normas orientadas a aumentar la eficacia de la vigilancia del riesgo por parte de los consejos de administración, mejorar el reconocimiento de la función de gestión del riesgo y velar por que los supervisores realicen un control eficaz de la gestión de riesgos. Además, la propuesta introduce dos colchones de capital, además de los requisitos mínimos de capital, a saber: un colchón de conservación de capital, idéntico para todos los bancos de la UE, y un colchón de capital anticíclico, que deberá fijarse a nivel nacional.

(27) Para autores como ROLDÁN ALEGRE, J.M.: «La regulación bancaria en España», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 100, 2010, p. 132, Basilea III implica sustancialmente una vuelta a lo básico en tanto que se exigen niveles de capital más elevados que caracterizaban la banca antes de la entrada de vigor de Basilea I. No obstante, desde otros sectores señalan que esta visión del legislador no tiene en cuenta los más que posibles efectos negativos que puede generar. Este endurecimiento de los niveles de solvencia, en una época de crisis como la actual, se presenta difícil de alcanzar y, además, se traducirá en un encarecimiento de los créditos a las empresas, pues la introducción de un marco regulatorio más estricto implicará una repreciación del coste del crédito. En este sentido, para S&P, las compañías que tengan una calificación crediticia de grado de inversión podrían sufrir un alza en sus costes de financiación de entre 50 y 70 puntos básicos, y en el caso de las empresas con un *rating* especulativo o bono basura, su acceso al crédito podría encarecerse entre 92 y 164 puntos básicos. Así, podría llegarse incluso a la situación en que la banca podría llegar a

III. PRECEDENTES LEGALES Y SISTEMA DE COMPROMISO (2008)

En un escenario normativo donde se contemplaba la fusión como fórmula tradicional de concentración, la Directiva 2006/48/CE distingue tres estructuras de cooperación en la cobertura de riesgos, que denotan diferentes grados de integración[(28)]:

1) Estructuras formadas por conjuntos de entidades con escasa autonomía, afiliadas a una entidad central y acogidas a la excepción que marca el artículo 3.1,
2) SIPs, contratos, en principio de mera colaboración y apoyo mutuo en el ámbito de la cobertura de los riesgos de crédito. No obstante, la falta de regulación provoca que este mecanismo contractual de apoyo mutuo pueda darse en distintos grados[(29)], y
3) Grupos contractuales integrados en torno a una entidad central participada por todos los miembros. Dicha entidad central asume, además de la gestión de los mecanismos de cobertura recíproca de riesgos, la estrategia y la consolidación de cuentas del grupo (artículo 42.6 CCo).

El artículo 80.8 de la norma comunitaria introduce el concepto de Sistema Institucional de Protección como fórmula equiparable a otras estructuras de cooperación en el ámbito de la cobertura de riesgos. Así, en el contexto del cálculo de las exposiciones ponderadas por riesgo de crédito, la finalidad fundamental del SIP, tal y como lo contempla la Directiva, sería que la ponderación de riesgos internos al mismo sea del 0%[(30)].

El SIP, tal y como lo configura parcamente la Directiva 2006/48/CE, es un acuerdo contractual realizado con la finalidad de proteger a las partes frente a un escenario de insolvencia definitiva, de «quiebra», garantizándose las partes recíprocamente su liquidez y solvencia (art. 80.8.b). En otras palabras, se concebía como un acuerdo entre entidades con la finalidad de prevenir el concurso. Así pues, en una primera etapa este contrato de protección mutua se caracteriza por su escasa regulación y, en consecuencia, por el alto margen a la autonomía de la voluntad que aparentemente se concede a las partes.

Este acuerdo, tal y como aparece diseñado en la regulación comunitaria, no es una fórmula de integración en sí misma, sino que es una fórmula útil en forma de acuerdo contractual para el reforzamiento de la solvencia y liquidez de las entidades que lo suscriben. Así, las partes se hacen recíprocamente responsables unas de otras y quedan en consecuencia

---

cerrar el acceso al crédito a algunos perfiles de compañías, si la expectativa de rentabilidad de su negocio no compensa el riesgo que asume el sector. Publicado en Diario *Expansión* de 29-9-2011.

(28) VICENT CHULIÁ, F.: «SIP y crisis bancaria», en AA.VV. (coord. GONZÁLEZ CASTILLA, F. y MARIMÓN DURÁ, R.): *Estudios de derecho del mercado financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo,* Valencia, 2010, p. 290.

(29) VALERO, F.J.: «Los Sistemas Institucionales de Protección en su contexto europeo», *Análisis Financiero Internacional*, n.º 139, 2010, p. 20, atribuye el origen de los SIPs a las redes de entidades de crédito existentes en algunos países miembros que estaban compuestas de un número elevado de entidades, pues no se establecen límites al número de los participantes en el acuerdo.

(30) Exceptuando las exposiciones que puedan dar lugar a pasivos que puedan formar parte de los recursos propios de las entidades de crédito o sus grupos. Ver VALERO, F.J.: «Los Sistemas Institucionales de…», *op. cit.*, p. 19. Para este autor como consecuencia del SIP se produce la homogeneización de la calidad y la profundidad del control de riesgos de las entidades que forman parte del mismo, necesariamente al alza.

sometidas exclusivamente a un régimen común sobre riesgos y su control[31]. No precisa de ninguna clase de estructura cooperativa complementaria; es un mero contrato, no conlleva la creación de ninguna persona jurídica que lo materialice[32]. En definitiva, se mantiene identidad e independencia[33]. No hay, por tanto, problemas de gobierno y reparto de poder y no se exige un nivel de colaboración mínima en el acuerdo.

Sin embargo, la Directiva 2006/48/CE dejaba al arbitrio de las autoridades nacionales la decisión de reconocer dicho efecto a los SIP. En nuestro país, la trasposición de la Directiva 2006/48/CE se realizó a través de la Ley 36/2007, de 16 noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero. Se trata, como indica la propia norma, de una transposición parcial en la medida en que la especificación técnica de buena parte de la Directiva comunitaria hace necesario culminar el proceso de transposición en disposiciones de rango inferior. Así pues, el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, y la Circular 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, recogen en el ordenamiento español la regulación de los SIPs, reconociéndoles los efectos beneficiosos marcados en la Directiva.

Las características de los SIPs que se reflejan en la norma nacional apenas difieren de lo establecido en la Directiva. Así, cabe destacar: 1) la libertad de elección de la contraparte, mientras sea una institución del ámbito financiero (una institución o una sociedad financiera de cartera, una entidad financiera, una empresa de gestión de activos o una empresa instrumental) y quede sujeta a los requisitos prudenciales apropiados; 2) que el sistema se base en una amplia participación de entidades de crédito con un perfil de negocio predominantemente homogéneo; 3) que los miembros del sistema que deseen abandonarlo estén obligados a notificarlo con una antelación de al menos 24 meses; 4) que el sistema pueda otorgar el apoyo necesario con arreglo a su cometido, con cargo a fondos disponibles para ello de forma inmediata; 5) que el sistema efectúe su propia evaluación de riesgos y la comunique a sus miembros y elabore y publique, una vez al año, un informe consolidado que comprenda el balance, la cuenta de resultados, el informe de situación y el informe de riesgos del sistema en su conjunto[34].

Además, la norma española atribuye expresamente al Banco de España las competencias de autorización a la aplicación de la ponderación en unas condiciones concretas: podrá condicionar la autorización de la aplicación de la ponderación del 0% indicada a que las entidades acogidas al sistema queden vinculadas entre sí por las instrucciones vinculantes de los organismos de gestión del propio sistema a efectos de asegurar la liquidez y solven-

---

(31) MARTÍN DE VIDALES GODINO, M.: «El SIP como fórmula de integración de entidades financieras», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 6, 2010, p. 242.

(32) MÍNGUEZ HERNÁNDEZ, F.: «Estructuras de integración contractuales entre entidades de crédito: los denominados sistemas institucionales de protección. Situación tras los Reales Decretos-Leyes 6/2010, de 9 de abril y 11/2010, de 9 de julio», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 7, 2010, p. 106.

(33) PEINADO GRACIA, J.I.; «Capital framework and…», *op. cit*., p. 387. Esta normativa sustentaba, en principio, la teoría de quienes eran partidarios de hacer las reformas necesarias para reforzar la solvencia de las cajas sin afectar a su estructura legal.

(34) Ver. Norma 15.ª 5 CBE 3/2008.

cia del mismo. Ello, en definitiva, evidenciaba las limitaciones a la libertad de pacto del SIP al posibilitar la autoridad bancaria la oportunidad de poder diseñar esta figura[35]. Esta potestad reconocida al Banco de España es el elemento que da la clave para interpretar que la supuesta libertad para culminar este pacto de ayuda mutua podría verse sometida a serias limitaciones y que podría servir para reconducir el SIP a un grupo contractual integrado[36] y poder someter al sector a un proceso de bancarización encubierto de las cajas en el que pierdan su identidad[37].

Sin embargo, los SIPs que se han realizado en nuestro país no respondían tanto al objetivo de obtener una ponderación de riesgo del 0% de sus relaciones internas como más bien a un deseo de alcanzar una posición estratégica más competitiva a medio y largo plazo y, por tanto, en busca de solidez y permanencia, más que de un mero acuerdo a corto plazo[38].

IV. SISTEMAS DE REESTRUCTURACIÓN (2009-2010)

Las pautas originarias de la regeneración del sector financiero en España quedaron fijadas en la normativa promulgada durante el bienio 2009-2010. A través del Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito; el Real Decreto-ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo[39] y el Real Decreto-ley 11/2010, de 9 julio, de Órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorro, se tratará de organizar y controlar los procesos de reestructuración, recapitalización y liquidación de las entidades en crisis.

1. FROB como agente de la reestructuración

El RDL 9/2009 supone la traslación de los principios establecidos en la Comunicación de la Comisión Europea de 13 de octubre de 2008, sobre la aplicación de normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el marco de la presente crisis. Son tres las reglas que configuran la concesión de ayudas públicas: eficiencia en la solución del problema salvaguardando los intereses de los depositantes, limitación de la ayuda en su cuantía y duración y, por último, los posibles procesos de venta de entidades financieras en crisis deben ser abiertos y no discriminatorios[40].

---

(35) MARTÍN DE VIDALES GODINO, M.: «El SIP como fórmula…», *op. cit.,* p. 242.

(36) VICENT CHULIÁ, F.: «SIP y crisis bancaria», *op. cit.,* p. 290.

(37) CALVO VÉRGEZ, J.: *Los sistemas institucionales de protección (SIPs) en el ámbito de las cajas de ahorros*. Madrid, Thomson-Aranzadi, 2011, p. 61.

(38) Ver VALERO, F.J.: «Los Sistemas Institucionales de…», *op. cit.*, p. 27.

(39) Norma intermedia que introduce modificaciones normativas en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, para clarificar el régimen aplicable a los SIPs, y en el RD-ley 9/2009, donde se hacen ajustes relativos a la reducción de los plazos previstos para agilizar y acelerar la operativa del FROB.

(40) Ver OLIVENCIA BRUGGER, L.M.: «Crisis bancarias y ayudas públicas», *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 5, 2010, p. 39.

El RDL 9/2009 crea una estructura orgánica *ad hoc* para canalizar dichas ayudas, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, FROB. Esta institución surge como refuerzo a lo que en condiciones normales desempeñaban los Fondos de Garantía de Depósitos para crisis puntuales de entidades de crédito. Sin embargo, ante una situación como la actual de crisis generalizada o sistémica se precisaba un organismo específico para canalizar los recursos públicos extraordinarios. La norma contempla dos escenarios diferentes para los que articula sendos mecanismos en orden a conferirles ayudas. Por un lado, un procedimiento para la reordenación o concentración del sector, promoviendo procesos de integración entre entidades viables (art. 9), lo que implica una ayuda para la capitalización que debe ser transitoria. Esta ayuda se arbitrará mediante la adquisición por el FROB de participaciones preferentes convertibles en acciones, cuotas participativas o aportaciones al capital, en función del tipo de entidad.

Por otro lado, para las entidades que presentan problemas de viabilidad (arts. 6 y 7) se fomenta en unos casos procesos de fusión entre entidades y, en los casos más extremos, se puede llegar a concluir con la intervención de la entidad y su cesión a otra con buen estado de solvencia. En este caso, todo el proceso descansa sobre el FROB, tras la intervención operada por el Banco de España. Sin embargo, frente a las causas de intervención determinadas por la LDIEC[(41)], que se basan en un peligro evidente para su estabilidad, liquidez o solvencia, en el RDL 9/2009 la capacidad de intervención de la entidad parte de la simple apreciación de debilidades que puedan poner en peligro su estabilidad[(42)].

No obstante, es el RDL 6/2010 el que opera cambios significativos en las características o régimen legal de los procesos de reestructuración a través de un SIP. El art. 25 de esta norma procede a modificar el apartado 3 del artículo 8 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, añadiendo una nueva letra d); desarrollando en profundidad lo preceptuado en la Directiva 2006/48/CE. La pretensión que se albergaba en el RDL 6/2010 era acelerar los procesos de reestructuración en curso, circunstancia a la que contribuyó la clarificación del régimen jurídico de los SIPs.

El contenido básico de la norma se centraba en establecer para el citado acuerdo contractual unas condiciones concretas. Estas condiciones van a ahondar en la tesis de que el SIP es una vía para alcanzar la integración estable y duradera de las entidades participantes, que tendrán serias dificultades para abandonarlo, entre otros motivos porque la norma establece que el acuerdo deberá incluir un régimen de penalizaciones por baja que refuerce la permanencia y estabilidad de las entidades en el sistema institucional de protección:

1) Se conforma como una norma de mínimos en la que se exige un compromiso mutuo de solvencia y liquidez entre las entidades componentes del SIP, que alcance como mínimo el 40% de los recursos propios computables de cada una de las entidades participantes. Dicho compromiso se concreta en un apoyo que se materializará a través de fondos inmediatamente disponibles. En este caso supone, por un lado, un primer límite importante a los SIPs originales, que no imponían

(41) Ley 26/1988, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

(42) En este sentido, VEGA SERRANO; J.M.: *La regulación bancaria, op. cit.*, p. 276.

al compromiso ningún requisito cuantitativo. Por otro lado, supone, por la cuantía compartida, una «colectivización» o personalización de la responsabilidad de las entidades respecto de las deudas de los demás suscribientes del acuerdo.

2) Además, como novedad, se exige que la participación mutua no se circunscriba exclusivamente a la solvencia y liquidez de los miembros del SIP, sino que se hace extensible a los resultados de los mismos. En este orden, deberán poner en común al menos el 40% de sus resultados, que serán distribuidos de manera proporcional a su participación en el SIP.

3) Se requiere, también como novedad, que exista una entidad central que determine con carácter vinculante sus políticas y estrategias, y que ésta sea o bien una de las entidades de crédito integrantes del sistema institucional de protección, lo que para algunos autores lo aproximaría a una fórmula de absorción[(43)], o bien otra entidad de crédito participada por todas ellas y que formará asimismo parte del sistema[(44)].

4) Se impone además un período de permanencia en el SIP de como mínimo 10 años, debiendo comunicar con, al menos, dos años de antelación su deseo de abandonarlo transcurrido aquel período.

Estos requisitos favorecen la concepción de que la norma está, ahora sí, utilizando el modelo de los SIPs como fórmula de integración duradera de entidades de crédito[(45)]. Se empieza a vislumbrar el cambio de rumbo y objetivo del legislador en torno al hecho de que se pretende utilizar de forma instrumental estos procesos de integración para que desemboquen en una auténtica fusión a través de la unidad central[(46)].

2. La esperada reforma de la legislación de las cajas de ahorro

El RDL 11/2010, promulgado apenas pocos meses después del RDL 6/2010, vuelve a introducir cambios notables en la normativa sobre restructuración del sistema financiero;

---

(43) VEGA SERRANO; J.M.: *La regulación bancaria…, op. cit.,* p. 279.

(44) CALVO VÉRGEZ, J.: *Los sistemas institucionales…, op. cit.,* p. 99, critica que no se hiciera una regulación específica de los SIPs de las cajas, arbitrando una nueva modalidad corporativa cercana a la naturaleza fundacional que les permitiera crear una entidad nueva como cabecera del mismo. Para este autor, ello les ayudaría a despejar las incertidumbres generadas respecto de otros modelos de organización y funcionamiento diferentes. No obstante, poco después el RDL 11/2010 establecería en su art. 4 que «cuando las entidades integradas conforme a lo previsto en esta letra sean cajas de ahorro, la entidad central tendrá la naturaleza de sociedad anónima y habrá de estar participada por las cajas integrantes en al menos un 50% de su accionariado», lo que ayudaría totalmente a despejar parte de las dudas al sector.

(45) Como afirmábamos anteriormente, la regulación originaria del SIP era muy abierta y daba a las partes la posibilidad de diseñarlo por completo, luego no se concebía en principio como una fórmula de integración, aunque las partes podrían llegar a esa solución voluntariamente. Ver MARTÍN DE VIDALES GODINO, M.: «El SIP como fórmula…», op. cit., p. 241; Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, marzo de 2010, p. 48, donde se sentencia que, dada la escasez de regulación de los SIPs, sus posibilidades son casi infinitas. En este sentido, PAZ-ARES, C., NÚÑEZ-LAGOS, R.: «Las Cajas de Ahorro en SIPs», *El Notario del siglo xxi*, n.º 36, 2011, p. 5, y en «De los SIPs y de su racionalidad como fórmula de integración», AAVV. (MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J.M., coord.): *Cajas de Ahorro. Nueva normativa*, Madrid, 2011, p. 200, donde señalan que el grueso del contenido del contrato de integración se ha construido en la praxis.

(46) VICENT CHULIÁ, F.: «SIP y crisis bancaria», *op. cit.,* p. 279.

modificaciones que van dirigidas esencialmente a las cajas. En principio, los objetivos de la reforma van encaminados a la consecución de un único resultado: garantizar la permanencia de las mismas, introduciendo cambios en la normativa orientados a fortalecer las cajas, el resto del sector financiero nacional y al conjunto de la economía productiva volviendo a facilitar el flujo del crédito. De esta manera, se aumentará la solidez y competitividad de nuestro sistema financiero y generará una mayor contribución al conjunto de la sociedad. Esos términos son los recogidos fundamentalmente por la Exposición de motivos de la norma.

Así, se procede a una reforma que había sido demandada desde hacía tiempo por una mayoritaria parte de la doctrina como necesaria, y que ella misma acogió como imprescindible para diseñar su presente y futuro, o por lo menos en la fecha de su promulgación(47). En este orden, se mantiene la idea preliminar de que la reforma no va encaminada a desvirtuar la naturaleza de las cajas sino que las sitúa en el mismo plano de igualdad que los bancos a la hora de emitir recursos propios de la máxima categoría y en la profesionalización de sus órganos de gobierno(48).

En este sentido, los dos cambios operados en la organización interna y el gobierno corporativo de las cajas y en el régimen de las cuotas participativas abundan sobre esa idea. La cuestión que se plantea es si con ese aspecto de la reforma se consiguen los objetivos de la norma o realmente con ello no se alcanzaría el primordial propósito, que era sujetar a las cajas a una efectiva disciplina de mercado.

Respecto de las cuotas participativas, las principales novedades se refieren a la posible concesión de derechos políticos a sus futuros titulares(49), que afecta a la composición de los órganos de gobierno de las cajas, la eliminación del límite a la titularidad de cuotas participativas por un mismo titular y la posibilidad de su cotización en los mercados secundarios sin quedar sometidos al régimen de las OPAs. No obstante, y aunque la reforma de las cuotas supone un mayor acercamiento entre ellas y las acciones, a juicio de algún autor no resulta suficiente, en tanto que se excluye a los titulares de las cuotas de determinados órganos de gobierno de las cajas, tal es el caso de los vocales del consejo. En otro orden de cosas, la progresiva bancarización de las cajas, más clarificada en este RDL 11/2010(50), favorecerá que los inversores privados opten por las acciones frente a las cuotas(51). Sin embargo, se ha querido ver como una herramienta útil que podría contribuir a una rápida

---

(47) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «El Real Decreto-Ley 11/2010…», *op. cit.* , p. 187; OLAVARRIETA ARCOS, J.A.: «Una nueva etapa para las Cajas de Ahorros», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 100, 2010, p. 47.

(48) Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, marzo de 2010, p. 48.

(49) Supone el mayor hito de la reforma de las cuotas, por cuanto anteriormente sólo se reconocía dicho poder al FGD y en escenarios de una intervención de la entidad. Ver QUIJANO GONZÁLEZ, J.: «La reciente reforma de las Cajas de Ahorro», en en AA.VV. (coord. GONZÁLEZ CASTILLA, F. y MARIMÓN DURÁ, R.): *Estudios de derecho del mercado financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Valencia, 2010, p. 184.

(50) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «El Real Decreto-Ley 11/2010…», *op. cit.* , p. 179, considera que el RDL 11/2010 no puede entenderse que supone un medio por el que conseguir la desaparición de la configuración histórica de las cajas por medio de bancos; sin embargo ha sido el instrumento idóneo para el paso definitivo en el proceso dado por el RD 2/2011.

(51) MARTÍNEZ MERCADO, M.: «Las Cajas de Ahorro: propiedad y ejercicio de las cuotas participativas ante el RD 11/2010. ¿Fin de su naturaleza jurídica?»; *RDBB*, n.º 121, 2011, p. 160.

y eficaz despolitización de los órganos de gobierno de las cajas si se implantara de forma obligatoria para todas ellas[52].

En relación con la modificación de los órganos de gobierno de las cajas, los cambios se centran esencialmente en la modificación de la composición de los órganos de gobierno de las cajas, de modo que se reducen los porcentajes de la representación de las administraciones públicas y se endurece el régimen de incompatibilidades para el desempeño de los miembros de los órganos de gobierno, haciéndolo incompatible con la condición de «cargo electo» o alto cargo de las Administraciones Públicas. La reducción de los citados porcentajes se ha mostrado ciertamente poco efectiva o un mero formalismo, por cuanto la representación real de los partidos políticos se ha extendido a todos los colectivos con derecho a participación en los órganos de las cajas[53].

3. SIP reforzado e integración

Pese a su impacto mediático, las medidas más trascendentes del RDL 11/2010 no son precisamente las relativas a las reformas anteriormente descritas, sino aquellas que se centran en desarrollar nuevos modelos de negocio para las cajas; tal y como señala el Banco de España, se trata de abrir la puerta a «nuevas iniciativas a aquellas cajas que muestren inquietudes empresariales que van más allá de sus mercados y negocios tradicionales»[54].

En primer lugar se procede a redefinir algunos detalles de los SIPs, volviendo a introducir algunas modificaciones en el art. 8.3.d) de la Ley 13/1985: se trata, según el propio RDL 11/2010, de llevar a cabo los ajustes necesarios para fortalecer a los SIPs como instrumentos de la máxima eficiencia y con el fin de que puedan acceder a la financiación más fácilmente. Así, se determina que las entidades integradas conforme a lo previsto en esta letra sean cajas de ahorro, la entidad central tendrá la naturaleza de sociedad anónima y habrá de estar participada por las cajas integrantes en al menos un 50% de su accionariado (art. 4). Es decir, que se pasa del criterio de la horizontalidad del RDL 6/2010, dado que la unidad central del SIP podía ser una de las cajas participantes, al taxativo y obligatorio criterio de la verticalidad, donde necesariamente la unidad central debe ser una sociedad anónima —bancaria—[55].

En este sentido, estamos ante SIPs reforzados[56] cuya estructura de gobierno se realizará a dos niveles distintos: por un lado, el nivel central, personificado en la sociedad anó-

---

(52) CASTILLA CUBILLAS, M.: «Despolitización de las cajas de ahorros y "test de estrés"». *Derecho de los Negocios*, n.º 243, 2010, p. 12.

(53) CASTILLA CUBILLAS, M.: «Despolitización de las cajas…», *op. cit.*, p. 13.

(54) Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, octubre de 2010, p. 45.

(55) GARRIDO DE PALMA, V.M.: «El Sistema Institucional de Protección», en GARRIDO DE PALMA, V.M., ANSÓN PEIRONCELY, R. y BANACLOCHE PÉREZ, J.: *La reestructuración empresarial y las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Valencia, 2010, p. 376.

(56) El Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, marzo de 2010, p. 48, ya determina la distinción entre SIP en sentido estricto, que son sistemas *de iure*, grupos de entidades cuyos acuerdos de solidaridad no establecen compromisos de asistencia legalmente vinculantes, y el SIP reforzado, como sistema *de facto,* que se define como grupos de entidades cuyos acuerdos de solidaridad definen compromisos contractuales sólidos y legalmente vinculantes. Estos últimos tienen la consideración de grupos a efectos regulatorios y la supervisión se realiza, en consecuencia, sobre esa base y no individualmente, como en la otra tipología de SIP.

nima, sobre el que recae la toma de decisiones o «unidad de decisión» del grupo integrante del SIP, respecto de las políticas y estrategias de negocio y el control interno y de gestión de riesgos. Por otro lado, el nivel periférico, que recae sobre las cajas pertenecientes al SIP, que en beneficio de la unidad central pierde competencias propias en virtud de haberlas delegado a aquélla y por la obligatoria cesión de activos y puesta en común de resultados(57).

Adicionalmente, la otra reforma del art. 8.3.d) se centra en conferir al Banco de España las competencias relativas a valorar, con carácter previo al abandono de un SIP por cualquiera de sus integrantes, la viabilidad individual de la entidad que pretenda abandonarlo, la del SIP y la del resto de las entidades participantes tras la salida del mismo(58). Esta medida abunda en la idea de que el SIP se está convirtiendo en una situación definitiva y atrás queda la pretendida transitoriedad a la que daban a entender las normas.

Respecto de los nuevos modelos organizativos de las cajas, se regula un sistema basado en una doble alternativa: ejercicio indirecto de la actividad financiera, lo que permite el ejercicio de toda la actividad financiera de la caja mediante un banco controlado por la caja al tener al menos el 50% de su capital, situación que se puede alcanzar por una individualmente o a través de grupos consolidados(59). La otra opción permite la transformación de la caja en una fundación de carácter especial conservando la obra social y el traspaso de todo su negocio financiero a un banco. En relación con el ejercicio indirecto de la actividad de un SIP, resulta de difícil comprensión por los mercados el papel de la entidad central respecto de unas cajas que mantienen su condición de entidades de crédito pero que carecen de actividad o negocio financiero, pues la exigencia de ese 50% del banco en manos de las cajas va en contra de la estructura del SIP, donde por definición el banco es la entidad central y unidad de decisión y las cajas las que deben acatarlo obligatoriamente, al encontrarse en una situación de dependencia(60).

Las cajas, a partir de la entrada en vigor de la norma, tendrían desde el punto de vista formal varias opciones de futuro: o bien continuar con el modelo tradicional con la posibilidad de emitir cuotas participativas y con la entrada en sus órganos de gobierno de inver-

---

(57) HIDALGO ROMERO, R.: «La estructura de gobierno de los sistemas institucionales de protección (SIP) de carácter reforzado integrado por cajas de ahorro: consideraciones a los artículos 25 del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, y 4 del Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y aspectos del régimen jurídico», *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 11, 2011, p. 32.

(58) DÍAZ MORENO, A.: «Reforma del régimen de las Cajas de Ahorros», *Derecho de los Negocios,* n.º 241, 2010, p. 27. Con estas dos medidas de reforma de la Ley 13/1985 se pretende garantizar que el conjunto de las cajas integradas mediante un SIP no desvirtúan su naturaleza jurídica de manera indirecta al perder el control de su entidad central.

(59) En el caso de ejercicio indirecto de la actividad, si la caja o grupo perdiera el 50% de los derechos de voto en la entidad bancaria, deberá renunciar a la autorización para actuar como entidad de crédito y transformarse en una fundación de carácter especial. Esta norma sigue la filosofía del proceso italiano de reforma de las cajas, ver CARRASCOSA MORALES, A.: «Cajas de ahorro: una regulación revolucionaria», *El Notario del siglo xxi*, n.º 37, 2011, p. 2. CASTILLA CUBILLAS, M.: «Despolitización de las cajas…», *op. cit.*, p. 7. Este autor concibe el ejercicio indirecto de la actividad como un proceso de modificación sustancial de las cajas, frente a la transformación de las mismas en fundaciones de carácter especial, que entiende como una modificación más radical.

(60) Ver ALONSO UREBA, A.: «Los grupos de interés de las Cajas y la composición del Consejo de Administración de las Sociedades Anónimas Bancarias», en AA.VV. (MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J.M., coord.): *Cajas de Ahorro. Nueva normativa*, Madrid, 2011, p. 220, y PAZ-ARES, C., NÚÑEZ-LAGOS, R.: «Las Cajas de Ahorro…», *op. cit.*, p. 6.

sores, o adoptar los nuevos modelos propuestos por la propia norma. En este punto, se nos plantea la cuestión de la pretendida autonomía de las cajas para decidir entre las diversas posibilidades que ofrecía el RDL 11/2010 y sobre todo, y como consecuencia de lo anterior, si se podría dar la circunstancia de que pese a los cambios operados en el gobierno de las cajas, los órganos rectores no adoptaran el modelo más conveniente para la caja y para el conjunto de la sociedad. En este sentido, tal y como se advierte, la resistencia al cambio de los grupos de control de las cajas puede ser un problema, pues el tránsito a un modelo nuevo sometido a la disciplina de mercado no se muestra realmente como un incentivo(61). Lo cierto es que, como antes señalamos, tras el RDL 11/2010 el peso político en las cajas, aunque en menor medida, seguía siendo determinante y, por tanto, no se garantizaba la adopción por ellas de la mejor opción para el sistema financiero y la sociedad en última instancia. Debemos tener presente que dicha resistencia al cambio, el tiempo que tarden en adaptarse al modelo correcto, traerá como consecuencia un daño cada vez más intenso en el valor patrimonial de la entidad. En ese escenario, la única opción para asegurar la elección eficiente por las cajas era la del drástico escenario de la intervención, posibilidad que presenta un punto de diversidad con la reforma seguida en Italia, donde la solución se impuso directamente, mientras que aquí se presenta como jurídicamente factible(62).

No obstante, se vislumbra como elemento determinante, «motivador» e inevitable de una transformación definitiva de las cajas la cuantía de capital de primera calidad o capital básico exigible a las entidades de crédito, cada vez más elevada y difícil de alcanzar en determinadas circunstancias. Los requerimientos de capital se van a convertir en el elemento impulsor de la reestructuración de las cajas en su última fase(63).

V. BASILEA III Y EL REFORZAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO (2011)

El RDL 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, se promulga con la finalidad de intensificar la reestructuración en curso, para lo que se marca tres objetivos esenciales: el incremento de los requerimientos de solvencia y calidad del capital, incentivar y facilitar la entrada de inversores privados en el capital de las entidades y exigir que todas las entidades que reciban nuevas ayudas del FROB (públicas) traspasen íntegramente su actividad de intermediación a un banco.

---

(61) CASTILLA CUBILLAS, M.: «Despolitización de las cajas…», *op. cit.*, p. 9. En este sentido, un claro exponente de dicha resistencia al cambio y que abundó gravemente en el deterioro de su patrimonio fue la CAM, que tras abandonar las negociaciones del SIP a realizar en torno al Banco Base con Cajastur, Banco Castilla-La Mancha, Cantabria y Extremadura, fue intervenida incomprensiblemente tarde, el 22 de julio de 2011, cuatro meses después de la ruptura, circunstancia que le sirvió para incrementar el daño en su patrimonio. En este sentido, se destinaron 15,5 millones de euros para pagar prejubilaciones a altos directivos de la CAM, que procedían de un fondo de prejubilaciones y bajas anticipadas constituido para el proyecto de Banco Base. Los nuevos administradores designados por el FROB, que gestionan la caja, consideran que la entidad actuó erróneamente al llevar estas prejubilaciones contra las provisiones y que debió contabilizarse como un gasto. Por otro lado, la CAM ya había roto otros intentos de fusión con Caja Murcia y con Caja Madrid y Caixa Galicia. Curiosamente la CAM había recurrido a la emisión de cuotas participativas.

(62) URÍA FERNÁNDEZ, F.: «El nuevo régimen jurídico de las Cajas de Ahorros. Análisis preliminar del Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio», *La Ley*, n.º 7456, 2010, p. 2.

(63) CASTILLA CUBILLAS, M.: «Despolitización de las cajas…», *op. cit.*, p. 12, y URÍA FERNÁNDEZ, F.: «El nuevo régimen…», . *op. cit.*, p. 6.

En esencia, se van a utilizar los requerimientos de solvencia de las entidades de crédito pactados en Basilea III para lograr completar y acelerar las modificaciones estructurales de las cajas de ahorro en proceso. Así, el RDL 2/2011 traslada de forma anticipada al sistema financiero español los nuevos niveles de capital. La justificación y premura de esta normativa se basa en evitar el efecto contagio de la falta de confianza, por su inestabilidad y problemas, del sector bancario irlandés a España, dada la intensificación de las dudas sobre la calidad de los balances bancarios españoles y, en especial, de los activos vinculados al sector inmobiliario(64). Estas medidas tratan, por un lado, de adelantar los efectos de Basilea III, cuya implantación se prevé entre 2013 y 2019 y, por otro lado, de elevar los niveles de capital básico que marca el acuerdo, que se fijan en un 8-10% para España frente al 7% del acuerdo internacional.

En este contexto, la norma se caracterizará por establecer medidas concretas para forzar a las cajas de ahorro a optar por el ejercicio intermedio de la actividad a través de un banco. Ello se evidencia en la primera de las medidas, relativa al reforzamiento de la solvencia de las entidades financieras: la elevación discriminatoria de los niveles de capital básico. Así, el art. 1 del RDL 2/2011 impone como regla general para todas las entidades de depósito la exigencia de un capital principal del 8%; sin embargo, se eleva al 10% para aquellas entidades que en la actualidad se han convertido en más dependientes de la financiación mayorista, superior al 20%, y que, además, no hayan colocado títulos representativos de su capital social o derechos de voto por al menos un porcentaje superior o igual al 20% del mismo a terceros. Es decir, se impone a las cajas de ahorros unos niveles de capital básico superior al de los bancos, o expresado de otra forma, se incorporan nuevos incentivos para la transformación de las cajas de ahorro(65).

Para el cumplimiento de los nuevos requerimientos se establece una estrategia progresiva marcada por un calendario concreto que comenzaba con la comunicación por el propio Banco de España a las entidades de crédito sobre las necesidades de capital, la posterior adopción por las que lo necesiten de planes de recapitalización acudiendo principalmente a la captación externa de capital y, por último, la ejecución del mismo, para lo que tenían hasta el 30 de septiembre de 2011, aunque con posibilidad de prórroga. En el caso de que no tengan otra opción viable, deberán acudir a las ayudas públicas —el FROB aportará los fondos no alcanzados—(66). Hasta ese momento el FROB había concedido ayudas en forma

(64) VEGA SERRANO; J.M.: *La regulación bancaria*…, *op. cit.,* pp. 292 y ss.

(65) Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, mayo de 2011, p. 43. En principio, se parte de la concepción de que era necesario imponer unos requisitos de capital más exigentes en aquellos supuestos en los que el perfil de riesgo de la entidad es más elevado. En este sentido, tiene especial interés el Acuerdo alcanzado por el Consejo Europeo de Bruselas sobre el plan de recapitalización de la banca europea de 26 de octubre de 2011, por el que se exige nuevos requisitos de solvencia a los bancos considerados «sistémicos». El acuerdo implica que tales entidades deben alcanzar el 9% de «capital de la máxima calidad», a finales de junio de 2012. En España afecta a entidades como el Banco Santander, el BBVA, Caixabank, Bankia y Popular. En este caso, las opciones que se les presentan para conseguir los ratios de capital exigido, de la calidad definida por el acuerdo, son la opción de vender primero activos o acudir al mercado para financiarse, en caso de que no sea suficiente, recurrir a la ayuda estatal y, en última instancia, acudir a la ayuda del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). En principio, parece que no será necesario que ninguna de las entidades acuda a las ayudas públicas para alcanzar dichos niveles.

(66) Si deben recurrir directamente al FROB, éste podrá adquirir acciones ordinarias y, en consecuencia, se incorporará directamente al órgano de administración de la entidad. Por otro lado, los títulos suscritos por el FROB

de préstamos y no de inyecciones de capital[67]. Así pues, para coadyuvar a esta fase última del proceso, el legislador necesariamente procede a adaptar la estructura orgánica del FROB para acomodarlo a sus nuevas funciones de reforzamiento de los recursos propios de las entidades que lo precisen.

Con fecha de 30 de septiembre de 2011, con el proceso en esencia finalizado, el FROB ha aportado en torno a los 7.551 millones de euros y se ha captado una cifra cercana a los 5.838 millones de euros de capital privado[68]. Además, de las 13 entidades que precisaban ampliar su capital principal, cuatro bancos han optado por recapitalizaciones de sus matrices, ampliaciones de capital u operaciones corporativas; dos entidades han obtenido el capital necesario en Bolsa (Bankia y Banca Cívica); otras dos optaron por la captación de inversores privados (BMN y Liberbank, con un plazo adicional para completar su plan de recapitalización); tres han sido recapitalizadas por el FROB (NCG, Catalunya Caixa y Unnim) y otra ha cubierto sus necesidades de capital adicional mediante una fusión (Caja España y Caja Duero, que posteriormente suscribiría un SIP con UNICAJA)[69]. El proceso de reestructuración de las cajas de ahorro ha culminado con un drástico redimensionamiento del sector de cajas de ahorros, el sometimiento a una mayor disciplina de mercado, y casi el 100% de los activos de las cajas han sido traspasados a bancos.

Por otro lado, resulta preciso analizar cuál es el papel que el legislador ha reservado a los SIPs en esta fase de la reestructuración del sector financiero y en qué medida se redefine su figura acorde con las perspectivas fijadas por la norma. Así, es necesario partir de la precisión realizada en la Disposición adicional tercera relativa a los SIPs descritos en el art. 8.3.d) de la Ley 13/1985. Se establece en dicha norma que, en los casos en que se haya aportado a la entidad central la titularidad de todo el negocio bancario de las cajas de ahorros integrantes o cuando a través de la entidad central varias cajas de forma concertada ejerzan en exclusiva la actividad bancaria (art. 5.4 RDL 11/2010), se entenderá que han cumplido con el compromiso mutuo de solvencia, liquidez y puesta en común de resultados previstos en el art. 8.3.d).iii) y iv) de la Ley 13/1985.

---

deberán ser enajenados en una fecha no superior a cinco años desde su suscripción. En el caso de que se trate de una caja de ahorros, habrá de traspasar su actividad a un banco.

(67) CALVO VÉRGEZ, J.: «La recapitalización de las cajas de ahorros», *La Ley*, n.º 7656, 2011, p. 10, señala la paradoja de que dichas ayudas se computen como capital aunque son un pasivo y no forman parte del patrimonio de las entidades.

(68) Respecto de la CAM, se acordó inicialmente por la Comisión Rectora del FROB (art. 7.2 del RDL 9/2009) capitalizarla con una aportación de 2.800 millones de euros mediante suscripción de acciones y otorgar una línea de crédito de 3.000 millones para garantizar su operativa normal y el cumplimiento de sus obligaciones frente a terceros. Posteriormente, y en previsión de que la ayuda de 2.800 millones de euros públicos en la caja para reforzar su solvencia podría no recuperarse, se han unificado los tres fondos de garantía de depósitos existentes en uno solo para que absorba las eventuales pérdidas futuras del sector financiero. El Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, crea en consecuencia el nuevo Fondo antes de que finalice el proceso de adjudicación la CAM. Así, a partir de ahora, este único Fondo va a proveer al FROB ante las pérdidas netas potenciales que puedan acontecer en el proceso de reestructuración (art. 12 RDL 16/2011). La premura de la reforma se justifica porque las posibles pérdidas que la reestructuración de la CAM puede generar tras su intervención podrían tener efectos negativos sobre el déficit público.

(69) Informe del Banco de España: «Reestructuración del sector financiero Resultados del proceso de recapitalización», 30 de septiembre de 2011. <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/info_interes/reestructuracion.html>, e Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, noviembre de 2011, p. 24.

Esta Disposición adicional resulta esclarecedora del objetivo de los SIPS en esta fase y de su función a raíz de la misma. En primer lugar, y en relación con el resto de la norma, parece validar la circunstancia de que el proceso de bancarización obligatorio que se impone a las cajas sólo permitirá, mediante el recurso a la figura del SIP, la opción de realizar el ejercicio indirecto de la actividad (art. 5 RDL 11/2010) y así alcanzar el objetivo de preservación de la condición de entidad de crédito(70). En este sentido, se advierte que el verdadero fin del precepto no radica en la validación de los requisitos del SIP, que resulta obvia tras la aportación al banco de todo el negocio financiero y por tanto pierde todo su sentido, pues la mutualización y apoyo financiero son plenos. Se considera que la lógica consecuencia que ello conlleva es que clarificará los riesgos que asumen los inversores en el banco. Pues la salida a bolsa de las cajas a través del banco implicará que éste no se verá afectado por los mecanismos de comunicación de la solvencia, liquidez y resultados y así no se trasladará a los inversores la asunción de los riesgos que puedan derivarse de las cajas integrantes del SIP y accionistas del banco(71).

También se determina la posición del SIP tras la operación, ya que una vez cumplido el requisito de traspaso de toda la actividad financiera al banco, unidad central, la función de unidad de decisión y directora del grupo integrado en un SIP decae, se vacía de contenido pues todo el negocio se encuentra ya en el banco. Así pues, las circunstancias que la originaron han desaparecido debido a que el grupo contractual ha quedado diluido en la unidad central que creó para dirigirlo. En este sentido, se ha utilizado en esta fase la figura del SIP de forma instrumental para proceder a una reestructuración del sector de las cajas de ahorro menos drástica. La justificación se encuentra en la circunstancia de que en teoría —aunque el efecto puede producirse *a posteriori*—, no procede a desmantelar las cajas de forma directa permitiendo que preserven su identidad como entidades de crédito, por el mero hecho de que poseen una participación en el accionariado del banco en al menos un 50%(72).

Quizás, tanto el sistema de ayudas públicas a las cajas de ahorro como preservar su naturaleza al permitir el ejercicio indirecto de la actividad no tenga sino el efecto de trasladar el problema de solvencia y supervivencia de las cajas como entidades de crédito a un escenario posterior, en un entorno que se presume más favorable. La devolución de los préstamos concedidos por el FROB y la venta de las acciones suscritas posibilitaría, bajo este escenario legislativo, hacer una valoración completa de los efectos del proceso de bancarización de las cajas.

No obstante, el Real Decreto-ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público (BOE de 31 de diciembre), ha introducido sensibles modificaciones a las condiciones para el ejercicio indirecto de la actividad como entidad de crédito. Así, la Disposición final decimosexta procede a modificar el artículo 5.3 del RDL 11/2010, en el sentido de que el control

(70) PAZ-ARES, C., NÚÑEZ-LAGOS, R.: «Las Cajas de Ahorro…», *op. cit.*, p. 12, y en «De los SIPs y de su racionalidad…», *op. cit.*, p. 207.

(71) ALONSO UREBA, A.: «Los grupos de interés de las Cajas…», *op. cit.*, p. 219.

(72) PAZ-ARES, C., NÚÑEZ-LAGOS, R.: «Las Cajas de Ahorro…», *op. cit.*, p. 15 y en «De los SIPs y de su racionalidad…», *op. cit.*, p. 210. Entienden estos autores que su funcionamiento como catalizador del proceso de reestructuración es, por el contrario, una alternativa racional, eficiente y potencialmente estable para la integración de las cajas de ahorros.

que deben mantener las cajas sobre la entidad bancaria para evitar perder la autorización como entidad de crédito se cifra ahora en el ejercicio del control, en los términos del artículo 42 del Código de Comercio[73]. Es una definición de control más genérica y amplia que permite que se considere que hay control incluso en casos en los que no se tenga más del 50% del capital, dado que alude a grupos de sociedades en los que el control se puede ostentar directa o indirectamente.

VI. SANEAMIENTO DEL SECTOR FINANCIERO (2012)

La promulgación del Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero (BOE de 4 de febrero de 2012), de saneamiento del sistema financiero, supone una vuelta de tuerca más a todo el profundo proceso de cambios que se están operando en este sector. Esta nueva norma, junto con disposiciones relativas al saneamiento de los balances, se limita a introducir modificaciones en el RDL 9/2009 y en el RDL 11/2010.

El legislador, en apenas cinco artículos, insiste en la persistencia de los problemas que afectan al sector bancario español: la magnitud de la exposición de las entidades de crédito a los activos relacionados con el sector inmobiliario y su sobredimensionamiento. Con esta norma se trata de avanzar en las mejoras logradas por las normas predecesoras, que incidieron especialmente en tratar de eliminar las debilidades coyunturales de las entidades de crédito, adoptando medidas tendentes a sanear los balances que se han visto negativamente lastrados por el deterioro de los activos provenientes del sector inmobiliario. Esta operación se presenta como el presupuesto necesario para la reactivación de la actividad económica y el fomento del empleo que se alcanzará a través de la canalización eficiente del ahorro a la inversión.

En este sentido, el artículo 1 del RDL 2/2012 establece medidas de saneamiento y valoración de los balances respecto de las financiaciones y los activos inmobiliarios adjudicados existentes a 31 de diciembre de 2011, estableciendo diferentes obligaciones de cobertura en función de la naturaleza y clasificación de los activos (desde un 40% en el caso de los activos inmobiliarios recibidos en pago de deudas que cuenten con una antigüedad en el balance de más de 36 meses —Anexo I— hasta un 7% para aquellos que estuviesen clasificados con un riesgo normal). En consecuencia, se les exige un exceso adicional de capital principal que tendrán que reunir antes del 31 de diciembre de 2012.

Dentro de este nuevo contexto legal, el artículo 2 determina que los nuevos procesos de integración que se articulen deberán ser autorizados por el Ministerio de Economía y Competitividad antes del 31 de mayo de 2012. En este caso, tendrá el plazo de un año desde la recepción de dicha autorización para alcanzar los niveles de capital exigidos por la norma. Así pues se pone de manifiesto que la intención del legislador es incentivar que las

(73) En idéntico sentido se ha modificado por la Disposición final decimoquinta la Ley 13/1985: «Cuando las entidades integradas conforme a lo previsto en esta letra sean Cajas de Ahorros, la entidad central tendrá la naturaleza de sociedad anónima y habrá de estar controlada conjuntamente por todas ellas, en los términos del artículo 42 del Código de Comercio». Así pues, a partir de ahora, las cajas podrán tener una participación indirecta —y ya no se exigirá que sea directa— en los SIPs en los que participen a los efectos de cumplir el requisito de ostentar una participación mínima en los mismos.

entidades realicen las operaciones de saneamiento de sus balances a través de estrategias de integración, pues, además del plazo más amplio del que disfrutarán, se puede solicitar el apoyo financiero del FROB. Por tanto, aquellas entidades que no tengan capacidad de hacer frente en solitario a las nuevas exigencias de la norma se lanzarán a una búsqueda de compañeros de viaje con la finalidad de aumentar al menos un 10% su balance.

En relación con la nueva reforma operada en el RDL 9/2009, el artículo 3 del RDL 2/2012 se centra en las nuevas competencias del FROB en relación a las exigencias de la nueva norma. Por un lado, la reforma del artículo 9 del RDL 9/2009, instrumentos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, supone la limitación de sus posibilidades de apoyo financiero, debido a que se restringe a la adquisición de acciones. Por otro lado, para los procesos competitivos de desinversión se permiten adicionales herramientas de ayuda, teniendo en cuenta que se aumenta el plazo de desinversión de tres a cinco años(74).

Respecto de la reforma del artículo 10 del RDL 9/2009, medidas de apoyo a procesos de integración de las entidades de crédito, se amplía la naturaleza de los títulos que el FROB puede adquirir, incluyendo los instrumentos convertibles en acciones. Llevar a cabo todo este nuevo proceso de recapitalización de las entidades de crédito supondrá un nuevo esfuerzo de las arcas del Estado, por cuanto la Disposición adicional cuarta determina que la dotación del FROB se incrementará en 6.000 millones de euros adicionales con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. En consecuencia, se incrementan los recursos propios del FROB, de 9.000M€ hasta 15.000M€, manteniéndose el límite actual de endeudamiento, con la consecuente mejora en la relación recursos propios/recursos ajenos.

El Título III recoge las medidas que más afectan a las cajas de ahorro que desempeñan el ejercicio indirecto de la actividad y a las que se han transformado en fundaciones de carácter especial. Se procede a reformar nuevamente los artículos 5 y 6 del RDL 11/2010. Respecto del ejercicio indirecto de la actividad se establecen nuevas premisas que cambian las predicciones de evolución de las cajas acogidas a este singular sistema de gestión del negocio bancario. Se reforman los límites para acogerse a este sistema, de tal modo que no se perderá de forma involuntaria la autorización para ejercer como entidad de crédito salvo en aquellas situaciones en que la caja (o cajas integrantes de un SIP(75)) dejase de ostentar el control en los términos del artículo 42 del Código de Comercio (ya recogido en el RDL 20/2011) o redujese su participación de modo que no alcance el 25% de los derechos de voto del banco creado por la caja y a través del cual ejerce su actividad. Este cambio supone que las cajas tendrán, en la medida que su situación lo permita, más probabilidades de instalarse en esta situación de forma más o menos permanente, pues se relajan sustancialmente las condiciones para ello.

---

(74) Así pues, si existe la necesidad, el RDL 2/2012 permite la posibilidad de financiación con bonos convertibles, en los procesos de fusión.

(75) En este caso, la Disposición adicional segunda del RDL 2/2012 recalca y recuerda que, en caso de aportación de todos los activos y pasivos afectos al negocio bancario a la entidad central —banco— de un SIP, se aplicará a las Cajas de Ahorros integrantes del mismo el artículo 5 del RDL 11/2010, es decir, el régimen jurídico del ejercicio indirecto de la actividad.

Quizás por ello el RDL 2/2012 se detiene especialmente en reformar la estructura organizativa y de gobierno de las cajas que desarrollan su actividad de crédito a través de bancos: órganos de gobierno, básicos y potestativos, la representación de los intereses colectivos de impositores, corporaciones municipales y trabajadores, las Asambleas Generales. Además, se determina que no podrán destinar más del 10% (ampliables excepcionalmente por el Banco de España) de los excedentes de libre disposición a gastos diferentes de los correspondientes a su obra social.

Por último, respecto de las cajas que han quedado inevitablemente convertidas en fundaciones de carácter especial, la novedad más destacable reside en que el Estado se reserva la competencia de supervisión y control de las fundaciones cuyo ámbito de actuación exceda el de una Comunidad Autónoma. Se señala además a estos efectos que, respecto de los supuestos de segregación, se considerará ámbito de actuación de la fundación el de la entidad bancaria resultante de la segregación.

VII. BIBLIOGRAFÍA

AA.VV. (MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J.M., coord.): *Cajas de Ahorros: Nueva normativa*, Madrid, 2011.

AA.VV.: *Diversidad en el sector bancario europeo*, Madrid, 2009.

AA.VV. (DE GUINDOS, L., MARTÍNEZ-PUJALTE, V., SEVILLA, J., dirs.): *Pasado y presente de las Cajas de Ahorro*, Madrid, 2009.

ALONSO UREBA, A.: «Los grupos de interés de las Cajas y la composición del Consejo de Administración de las Sociedades Anónimas Bancarias», en AA.VV. (MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J.M., coord.): *Cajas de Ahorro. Nueva normativa*, Madrid, 2011.

ARIÑO ORTIZ, G.: *La necesaria reforma de la Ley de Cajas de Ahorros*, 2009.

BERGES, A.; ONTIVEROS, E. y VALERO, F.J.: «Encuadramiento actual de las Cajas de Ahorro en el sistema financiero español», en AA.VV.: *Pasado y presente de las Cajas de Ahorro*, Madrid, 2009.

BERGÉS, A.; VALERO, FJ.: «Los sistemas institucionales de protección. Experiencia reciente». *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 99, 2010, pp. 59-68.

CALVO VÉRGEZ, J.: *Los sistemas institucionales de protección (SIPs) en el ámbito de las cajas de ahorros*, Madrid, 2011.

— «La recapitalización de las cajas de ahorros», *La Ley*, n.º 7656, 2011.

CAÑABATE POZO, R.: «¿Están resueltas las necesidades de financiación de las cajas de ahorros?», *RDS,* n.º 32, 2009.

CARRASCOSA MORALES, A.: «Cajas de ahorro: una regulación revolucionaria», *El Notario del siglo xxi*, n.º 37, 2011.

CASTILLA CUBILLAS, M.: «Despolitización de las cajas de ahorros y "test de estrés"». *Derecho de los Negocios*, n.º 243, 2010.

COLINO MEDIAVILLA, J.L.: «Reflexiones para mejorar la regulación y facilitar la aceptación de las cuotas participativas», *RDBB*, n.º 108, 2007.

DÍAZ MORENO, A.: «Reforma del régimen de las Cajas de Ahorros», *Derecho de los Negocios*, n.º 241, 2010.

EMBID IRUJO, J.M.: «La inserción de una fundación en un grupo de empresas. Problemas jurídicos». *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 278, 2010.

ESTEBAN VELASCO, G.: «Algunas reflexiones sobre el sistema de gobierno de las cajas de ahorro», *RDBB*, n.º 108, 2007.

FERNÁNDEZ FARRERES, G.: «La presencia de las Administraciones Públicas en los órganos rectores», *RDBB*, n.º 108, 2007.

FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R.: «La doble dependencia de las cajas de ahorro», *RDBB*, n.º 108, 2007.

FUENTES CRUZ, A.M.ª: «Comentario a la D.A. 3.ª de la Ley de modificaciones estructurales: las modificaciones estructurales de las entidades de crédito», *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 2, 2010.

GARCÍA VILLAVERDE, R.: voz «Caja de Ahorros (Derecho Mercantil)», *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I, Madrid, 1995.

GARRIDO DE PALMA, V.M.: «El Sistema Institucional de Protección», en GARRIDO DE PALMA, V.M., ANSÓN PEIRONCELY, R. y BANACLOCHE PÉREZ, J.: *La reestructuración empresarial y las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles,* Valencia, 2010.

GÓMEZ-JORDANA, I.: Sistemas institucionales de protección (SIP): algunas consideraciones preliminares», *RDBB*, n.º 120, 2010, pp. 233-248.

HIDALGO ROMERO, R.: «La estructura de gobierno de los sistemas institucionales de protección (SIP) de carácter reforzado integrado por Cajas de Ahorros: consideraciones a los artículos 25 del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, y 4 del Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y aspectos del régimen jurídico», *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 11, 2011.

IGLESIAS PRADA, J.L.: «Sobre el reforzamiento de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 81, 2004.

MARTÍN DE VIDALES GODINO, M.: «El SIP como fórmula de integración de entidades financieras», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 6, 2010, pp. 239-254.

MARTÍNEZ MERCADO, M.: «Las Cajas de Ahorro: propiedad y ejercicio de las cuotas participativas ante el RD 11/2010. ¿Fin de su naturaleza jurídica?», *RDBB*, n.º 121, 2011.

MÉNDEZ ALVAREZ-CEDRÓN, J.M.: «Aportación de las cajas de ahorros a un mercado financiero plural en la Unión Europea, *RDBB*, n.º 108, 2007.

MÍNGUEZ HERNÁNDEZ, F.: «Estructuras de integración contractuales entre entidades de crédito: los denominados sistemas institucionales de protección. Situación tras los

Reales Decretos-Leyes 6/2010, de 9 de abril y 11/2010, de 9 de julio», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 7, 2010, pp. 101-133.

NÁJERA PASCUAL, A.: «El funcionamiento del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 4, 2009, pp. 407-427.

OLAVARRIETA ARCOS, J.A.: «Una nueva etapa para las Cajas de Ahorros», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 100, 2010.

OLIVENCIA BRUGGER, L.M.: «Crisis bancarias y ayudas públicas», *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 5, 2010.

PAZ-ARES, C., NÚÑEZ-LAGOS, R.: «Las Cajas de Ahorro en SPIs», *El Notario del siglo xxi*, n.º 36, 2011.

— «De los SIPs y de su racionalidad como fórmula de integración», en AA.VV. (MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J.M., coord.): *Cajas de Ahorro. Nueva normativa*, Madrid, 2011.

PEINADO GRACIA, J.I.: «Apuntes para la reforma de las cajas de ahorro y los recursos propios», *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, año LXV, fasc. 2002-2006, 2002.

— «Capital framework and Securities That May Be Issued by Spanish Savings Banks», *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2003, 18-9.

QUIJANO GONZÁLEZ, J.: «La reciente reforma de las Cajas de Ahorro», en AA.VV. (coord. GONZÁLEZ CASTILLA, F. y MARIMÓN DURÁ, R.): *Estudios de derecho del mercado financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Valencia, 2010.

QUINTÁS SEOANE, J.R.: «Los nuevos entornos regulatorios y las cajas de ahorros españolas», *RDBB*, n.º 108, 2007.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R.: *Las fundaciones bancarias: de Cajas de Ahorro a sociedades de capital. La experiencia italiana*, Granada, 2003.

ROLDÁN ALEGRE, J.M.: «La regulación bancaria en España», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 100, 2010.

SÁNCHEZ CALERO, F.: «Sobre el régimen de las cajas de ahorro», *RDBB*, n.º 108, 2007.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «El Real Decreto-Ley 11/2010 y la "mercantilización" de las Cajas», *RDBB*, n.º 121, 2011.

SEQUEIRA MARTÍN, A.: «La relevancia de la fusión de cajas de ahorro», *RDBB*, n.º 108, 2007.

TAPIA HERMIDA, A.J.: «El sistema europeo de Supervisión Financiera», *RDBB*, n.º 121, 2011.

TORRES QUILEZ, J.: «La instrumentación de financiación sindicada, ¿sólo una alternativa al concurso de acreedores?», *Estrategia Financiera*, n.º 281, 2011.

URÍA FERNÁNDEZ, F.: «El nuevo régimen jurídico de las Cajas de Ahorros. Análisis preliminar del Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio», *La Ley*, n.º 7456, 2010.

VALERO, F.J.: «Los Sistemas Institucionales de Protección en su contexto europeo», *Análisis Financiero Internacional*, n.º 139, 2010.

VEGA SERRANO, J.M.: *La regulación bancaria*, Madrid, 2011.

VERGARA, J.I.: «Las recomendaciones del Informe Larosière en relación con la supervisión del Sistema Financiero y su ejecución por la Comisión y el Consejo Europeos», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 6, 2010, pp. 421-432.

VICENT CHULIÁ, F.: «Sistemas Institucionales de Protección (SIP) y reestructuración bancaria, como derecho Paraconcursal», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 13, 2010.

— «SIP y crisis bancaria», en AA.VV. (coord. GONZÁLEZ CASTILLA, F. y MARIMÓN DURÁ, R.), *Estudios de derecho del mercado financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo,* Valencia, 2010.

LAS CLÁUSULAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO POR INCUMPLIMIENTO DE OBLIGACIONES FINANCIERAS EN LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS: ASPECTOS PROCESALES, REGISTRALES Y CONCURSALES

ÍÑIGO VILLORIA RIVERA

Abogado

RESUMEN

Las cláusulas de vencimiento anticipado son válidas, siempre que respeten la ley imperativa. No obstante, la declaración de vencimiento anticipado podrá ser cuestionada cuando el hecho desencadenante carezca de la entidad suficiente, desde un punto de vista subjetivo y objetivo. Aunque tradicionalmente la DGRN ha sido contraria a la inscripción de estas estipulaciones, esta doctrina ha avanzado, a raíz de la reforma del art. 12 de la Ley Hipotecaria. La reciente sentencia de la Audiencia Provincial de Tarragona de 1 de abril de 2011 constituye un importante avance en esta evolución. Finalmente, es preciso recordar que la eficacia de los pactos de vencimiento anticipado en caso de concurso no puede ser cuestionada, pues no resulta aplicable al préstamo la prohibición del art. 61.3 de la Ley Concursal.

Palabras clave: *Préstamo hipotecario. Vencimiento anticipado. Cláusulas financieras.*

ABSTRACT

Early termination clauses are valid, provided that they respect imperative law. However, the acceleration of a loan can be challenged when the relevant event of default were not material, from an objective and subjective point of view. Although the traditional view of the DGRN had been reluctant to register such clauses, such doctrine is evolving, as a result of the amendment of art. 12 of the Mortgage Law. A recent judgment issued by Tarragona Court of Appeals dated 1 April 2011 entails an important step forward in this process. Finally, we shall note that the effectiveness of insolvency related early termination clauses is not arguable, as the restriction set out by art. 61.3 of the Insolvency Law does not apply to loan agreements.

Key words: *Mortgage loans. Acceleration. Early termination.*

SUMARIO

INTRODUCCIÓN.

I. EL CONTRATO DE PRÉSTAMO Y LA PÉRDIDA DEL BENEFICIO DEL PLAZO.

1. El préstamo.

2. El préstamo con garantía hipotecaria.

3. El vencimiento de la obligación derivada del préstamo.

3.1. Supuestos de pérdida del plazo, por ministerio de la ley.

3.2. Supuestos de pérdida del plazo, por acuerdo entre las partes: los pactos de vencimiento anticipado.

II. LAS CLÁUSULAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO EN LOS CONTRATOS DE PRÉSTAMO.

1. Distintos supuestos de vencimiento anticipado en los contratos de préstamo.

1.1. Vencimiento anticipado por falta de veracidad de las manifestaciones y garantías.

1.2. Vencimiento anticipado por incumplimiento de las obligaciones del prestatario.

2. La validez de las cláusulas de vencimiento anticipado: límites a la autonomía de la voluntad.

3. La declaración de vencimiento anticipado por razón de la concurrencia de un supuesto pactado como tal.

3.1. Criterios jurisprudenciales que limitan la facultad de declarar el vencimiento anticipado.

3.2. La combinación de los dos criterios: algunos ejemplos.

III. EL PLANO PROCESAL: ACCIONES LEGALES ENCAMINADAS AL COBRO DE LA DEUDA.

1. Juicio declarativo.

2. La ejecución general.

3. La ejecución especial.

IV. EL PLANO REGISTRAL: TRATAMIENTO DE LAS CLÁUSULAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO.

1. La doctrina tradicional de la DGRN.

2. La doctrina revisada de la DGRN.

3. La reforma del art. 12 de la Ley Hipotecaria.

3.1. Presupuesto subjetivo.

3.2. Presupuesto objetivo.

3.3. Acceso al Registro.

3.4. Calificación registral.

3.5. Acceso a la ejecución hipotecaria.

4. Opinión sobre la trascendencia real de las cláusulas de vencimiento anticipado y el acceso al Registro.

V. EL CONCURSO Y LAS CLÁUSULAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO.

1. La pérdida del plazo no es consecuencia de la declaración de concurso, sino la apertura de la liquidación, salvo pacto en contrario.

2. La validez y la eficacia de las cláusulas de vencimiento anticipado por razón de la declaración de concurso.

CONCLUSIONES.

INTRODUCCIÓN

La caída del valor de los inmuebles y el descenso de las rentas por arrendamiento (en general, la crisis del mercado inmobiliario) ha dado como resultado que muchos prestatarios estén incumpliendo las obligaciones financieras a su cargo(1).

La finalidad de este artículo es analizar la situación en que se encuentran las entidades acreedoras cuando el deudor del préstamo con garantía hipotecaria se encuentra en situación de incumplimiento de sus obligaciones de carácter financiero, desde el punto de vista procesal, registral y concursal.

La inscripción de las cláusulas financieras condiciona el acceso a la ejecución hipotecaria por razón de la concurrencia de un supuesto de vencimiento anticipado.

En cuanto al tratamiento registral de las cláusulas de vencimiento anticipado, en los últimos años venimos asistiendo a una evolución de la doctrina dictada por la Dirección General de los Registros y del Notariado («DGRN») al interpretar el actual art. 12 de la Ley Hipotecaria, que poco a poco ha superado su rechazo inicial a la inscripción de estas estipulaciones. En gran medida, este avance ha sido consecuencia de la reforma de este artículo por la Ley 44/2007, de 7 de diciembre y se ha visto impulsado por la sentencia de la Audiencia Provincial de Tarragona de 1 de abril de 2011 (R.J. 7718), que confirma la inscripción (y el sometimiento a la calificación) de estas cláusulas cuando las partes les hayan atribuido trascendencia real, lo que sucederá cuando su incumplimiento pueda desencadenar la ejecución de la garantía hipotecaria(2).

En cualquier caso, es necesario tener en cuenta que nuestros tribunales sólo han venido amparando la ejecución cuando el hecho desencadenante tiene cierta trascendencia.

Finalmente, nos referiremos al tratamiento concursal de los pactos de vencimiento anticipado. Aunque en ocasiones se ha entendido que los arts. 61 y siguientes de la Ley Concursal constituyen un obstáculo a la declaración de vencimiento anticipado, lo cierto es que las disposiciones de esa Ley que se refieren a los contratos con obligaciones recíprocas en los que es parte el concursado no resultan aplicables al préstamo. Es más, no existe en nuestro derecho concursal ningún fundamento que permita concluir que la cláusula de vencimiento anticipado por razón de la declaración de concurso es contraria a derecho. Al revés, la mera lectura del art. 1129 del Código Civil pone de manifiesto que es natural asociar a la insolvencia del deudor el vencimiento anticipado de una obligación.

I. EL CONTRATO DE PRÉSTAMO Y LA PÉRDIDA DEL BENEFICIO DEL PLAZO

En este artículo nos referiremos al préstamo, como contrato generador de una única obligación, a cargo del prestatario, por oposición al crédito, contrato bilateral que genera obligaciones para ambas partes.

---

(1) Los prestatarios en muchos casos son sociedades con un proyecto específico (explotación de un centro comercial, un hotel, un edificio de oficinas, etc.) que fue financiado mediante un préstamo con garantía hipotecaria. En otras ocasiones son grandes empresas con una gran cartera de activos inmobiliarios y un fuerte endeudamiento.

(2) Por ahora siguen existiendo muchos préstamos hipotecarios en los que, en su momento, estas cláusulas fueron rechazadas por el Registrador, por entender que carecían de trascendencia real. De manera que los prestamistas no tienen acceso a la ejecución.

En particular, trataremos del préstamo garantizado con hipoteca, en el que el plazo de restitución se hace depender de determinadas circunstancias, como supuestos de vencimiento anticipado.

1. El préstamo

Como aclara el Tribunal Supremo[3], «el contrato de préstamo con o sin intereses es un contrato real, en cuanto sus efectos propios no surgen hasta que se realiza la entrega de la cosa, o sea que además del consentimiento precisa la entrega de la cosa. Además es un contrato unilateral en cuanto sólo produce obligaciones para una de las partes, el prestatario. El pago de intereses no altera tal carácter, pues hace nacer una segunda obligación a cargo del mutuario, pero no da al prestamista la posición de obligado»[4].

En el mismo sentido se han manifestado la DGRN[5] y la doctrina[6].

Por oposición al préstamo (unilateral), en el crédito el acreditado no dispone totalmente de la financiación en el momento de su perfección. Tras la firma del contrato, quedan todavía obligaciones pendientes de cumplimiento para ambas partes. Así sucede en las líneas de financiación, crédito o descuento[7].

Esta distinción tiene, como veremos, importantes consecuencias en los diferentes escenarios que aquí se estudian.

2. El préstamo con garantía hipotecaria

Los derechos reales de garantía (la prenda o la hipoteca) se constituyen para garantizar el cumplimiento de una obligación principal[8].

Por tanto, el vencimiento de la obligación principal faculta al acreedor para la ejecución de la prenda o la hipoteca. Como la garantía es accesoria respecto del préstamo, la ejecución, consecuencia del vencimiento del préstamo, puede obedecer a la expiración del

---

(3) Sentencia de 22 de mayo de 2001 (R.J. 6466) y Sentencia de 22 de diciembre de 1997 (R.J. 9113): «Surgido este contrato con la entrega, éste no produce obligaciones más que para el prestatario y en consecuencia es contrato unilateral, y por ello mal puede aplicarse el art. 1124 del Código Civil, que tiene como ámbito el de las obligaciones recíprocas. Que no sea aplicable al préstamo el art. 1.124 no significa que no pueda anticiparse el vencimiento del préstamo por incumplimiento...».

(4) Según el art.1.740 del Código Civil, «por el contrato de préstamo, una de las partes entrega a la otra, o alguna cosa no fungible para que use de ella por cierto tiempo y se la devuelva, en cuyo caso se llama comodato, o dinero u otra cosa fungible, con condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad, en cuyo caso conserva simplemente el nombre de préstamo».

(5) Entre las más recientes, Resolución de 1 de octubre de 2010, R.J. 5273.

(6) Lorenzo PRATS ALBENTOSA, «Préstamo hipotecario: incumplimiento y pretendida nulidad de cláusula de vencimiento anticipado», *Revista de Derecho Patrimonial*, n.º 3 (1999): «Es por ello que se dice que de este contrato sólo pueden surgir obligaciones para el mutuatario, que es un contrato unilateral y que por tanto de él las partes no resultan vinculadas, recíprocamente, ni genética ni funcionalmente».

(7) Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de abril de 2004 (R.J. 3854). Esta distinción admite matices, pues hay figuras intermedias [DGRN, Resolución de 27 de octubre de 1994 (R.J. 10729)].

(8) Art. 1857 del Código Civil: «Es de esencia de estos contratos que, vencida la obligación principal, puedan ser enajenadas las cosas en que consiste la prenda o la hipoteca para pagar al acreedor».

término inicialmente convenido o a la concurrencia de alguno de los acontecimientos que prevé la Ley o que han acordado las partes.

3. El vencimiento de la obligación derivada del préstamo

A las obligaciones a plazo se refiere el Código Civil en sus arts. 1125-1129[9].

El Código Civil (art. 1127) presume que el plazo se establece en beneficio de acreedor y deudor, en la medida en que ha sido acordado por ambas partes. No obstante, por su propio concepto, en el préstamo el plazo se establece en beneficio del deudor, por lo que no se le aplica la regla interpretativa de la voluntad de las partes que prevé el artículo antes citado[10].

3.1. Supuestos de pérdida del plazo, por ministerio de la ley

El art. 1129 del Código Civil establece los supuestos en los que el deudor «perderá todo derecho a utilizar el plazo»[11]. El denominador común de estos supuestos es una pérdida sobrevenida de la confianza en el deudor y la necesidad de conceder al acreedor mayor protección.

El art. 146 de la Ley Concursal establece por su parte un supuesto automático de pérdida del plazo: cuando se produzca en un concurso la apertura de la liquidación. Aunque tradicionalmente se pensó que el art. 1129 operaba en un escenario de insolvencia de hecho (no declarada)[12], en la actualidad debe entenderse que el art. 146 de la Ley Concursal ha modificado lo que disponía el primer párrafo del art. 1129 del Código Civil. No tendría sentido que el deudor que es insolvente de hecho perdiera el plazo y sin embargo el que es declarado insolvente lo conservara.

Así, el vencimiento anticipado no se producirá al ser declarado el concurso, sino en su caso al abrirse la liquidación. Esta interpretación es más coherente con el espíritu de la Ley Concursal (*lex specialis*, además de *lex posterior*)[13].

---

(9) De acuerdo con el art.1125 del Código Civil, son obligaciones a plazo «las obligaciones para cuyo cumplimiento se haya señalado un día cierto». Estas obligaciones «sólo serán exigibles cuando el día llegue». Aclara este artículo que es día cierto «aquel que necesariamente ha de venir, aunque se ignore cuándo». La certeza distingue al plazo de la condición.

(10) En sede de rescisión concursal, algunas sentencias habían dado a entender que la concesión de plazo al tiempo de refinanciar podría ser considerada perjudicial para el deudor. La sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 6 de febrero de 2009 (R.J. 172445) descarta este argumento, cuando rechaza la rescisión por considerar que la refinanciación (con constitución de garantías) fue en interés del deudor, en la medida en que le permitió aplazar el pago y obtener dinero nuevo.

(11) En resumen: i) cuando resulte insolvente, salvo que garantice la deuda, ii) cuando no otorgue o cuando disminuya las garantías a que estuviese comprometido y iii) cuando por caso fortuito desaparezcan, a menos que sean sustituidas por otras.

(12) DÍEZ PICAZO, *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, p. 378: «*P*or insolvencia debe entenderse, en el sentido del art. 1129, una situación objetiva del patrimonio del deudor, aunque no se haya producido una declaración judicial de concurso».

(13) La doctrina concursal entiende que del art. 146 LC se deduce, *a sensu contrario*, que la declaración de concurso no produce el vencimiento anticipado de las deudas a plazo, que sólo se producirá si llegara a abrirse la liquidación. Entre otros, TOMILLO, *Comentario de la Ley Concursal*, Coord. Rojo, pp. 2349 y ss.; VALPUESTA, *Comentarios a la Ley Concursal*, Coord. Cordón, pp. 981 y ss., y SÁNCHEZ, *Comentarios a la Ley Concursal*, Coord. Bercovitz, pp. 1568 y ss.

3.2. Supuestos de pérdida del plazo, por acuerdo entre las partes: los pactos de vencimiento anticipado

En los casos que hemos citado hasta ahora la pérdida del plazo opera de forma automática, por ministerio de la Ley.

Pero la existencia de supuestos de vencimiento anticipado *ex lege* no impide que acreedor y deudor puedan acordar otras circunstancias en las que el deudor perderá el beneficio del plazo(14). En estos casos, el vencimiento se podrá producir de forma automática o sólo cuando el acreedor así lo decida.

Para el Tribunal Supremo, estas estipulaciones, conocidas como cláusulas de vencimiento anticipado, tienen su fundamento en la autonomía privada(15). Su validez, en general, no ha sido cuestionada por la doctrina ni por los tribunales(16).

En el préstamo garantizado con hipoteca, los argumentos que sostienen la validez y eficacia de los pactos de vencimiento anticipado no presentan especialidad alguna, en contra de lo que quiso entender una controvertida sentencia del Tribunal Supremo de 27 de marzo de 1999 (R.J. 2371), que rechazó la validez de estos pactos en los préstamos con garantía hipotecaria(17).

La jurisprudencia posterior se ha encargado de enmendar esta tesis(18), que llevaba al absurdo de proporcionar un blindaje al prestatario incumplidor cuando hubiera otorgado hipoteca, incentivando con ello el impago.

II. LAS CLÁUSULAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO EN LOS CONTRATOS DE PRÉSTAMO

Es habitual incluir en los contratos de préstamo supuestos de vencimiento anticipado que guardan relación con la situación financiera del prestatario. En general, la validez de

---

(14) Para DÍEZ PICAZO, *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial,* p. 378, el art. 1129 «no impide, en modo alguno, que los interesados pacten, en sus recíprocas relaciones, una regulación diferente (p.ej., establecer el vencimiento anticipado de la obligación por el hecho de no dar a las sumas prestadas el destino convenido en el contrato de concesión del crédito)».

(15) Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de diciembre de 2008 (La Ley 193661), que subraya el carácter dispositivo de los supuestos de vencimiento anticipado que establece el Código Civil, «que no impiden el vencimiento anticipado de los préstamos hipotecarios, con base en lo que establece el art.1255 del Código Civil».

(16) Como explica MANZANARES, A., «Las cláusulas de vencimiento anticipado en los contratos de financiación», *La Ley,* n.º 5461, 25 de octubre (2002), la validez de estos pactos ha sido admitida, con la excepción de la sentencia del Tribunal Supremo de 27 de marzo de 1999 (R.J. 2371).

(17) El desafortunado razonamiento que se contiene en esta sentencia se resume en el siguiente párrafo: «Si se otorga un crédito con obligación de amortizarlo en un plazo de 16 años, garantizándose con hipoteca el derecho del acreedor, este tendrá que esperar el transcurso del plazo pactado para poder reclamar los devengos últimos, aunque esté lleno de suspicacia negocial por el hecho de que el prestatario haya dejado de satisfacer algún plazo ya vencido. Esta obligada estoicidad financiera del prestamista resulta del juego combinado de los dos artículos mencionados [127 y 135 LH]. Esta pertinacia del legislador hipotecario (congruente con el CC según el cual el plazo se entiende en beneficio del acreedor y del deudor) que no hace ninguna concesión hacia la posibilidad de resolver prematuramente el contrato de préstamo, nos sugiere la convicción de que los pactos resolutorios devienen "contra legem" y están teñidos de nulidad».

(18) Entre otras, Sentencias del Tribunal Supremo de 17 de febrero de 2011 (Roj. 515) y 11 de diciembre de 2008 (La Ley 193661): «la tesis que se mantiene en dicha resolución [sentencia del Tribunal Supremo de 27 de marzo de 1999] ha sido contradicha por sentencias posteriores del Tribunal Supremo, que vienen a corroborar la validez y eficacia de las cláusulas de vencimiento anticipado por incumplimiento de las obligaciones que incumben al deudor».

estas cláusulas no se discute, siempre que respeten los límites derivados de las normas imperativas. Cuestión distinta será analizar en cada caso si el hecho acontecido, por su entidad, puede dar lugar o no a la declaración de vencimiento anticipado del préstamo.

1. Distintos supuestos de vencimiento anticipado en los contratos de préstamo

Entre los supuestos de vencimiento anticipado que se contienen en los contratos de préstamo (*«loan acceleration events»*) hay hipótesis de incumplimiento (*«events of default»*), pero también se encuentran circunstancias que no constituyen un incumplimiento de las obligaciones del prestatario, aunque a veces se les dé la forma de tales, sino que remiten más bien al proceso de formación de la voluntad contractual, esto es, a la existencia de un vicio del consentimiento (*«representations and warranties»*).

1.1. Vencimiento anticipado por falta de veracidad de las manifestaciones y garantías

Los contratos de préstamo forman parte de la operativa bancaria habitual. Las entidades financieras prestan dinero a cambio de un interés. La rentabilidad de la operación está condicionada, ante todo, a la solvencia del deudor. De ahí que la concesión de financiación venga precedida de un estudio detenido de la operación, que sólo será aprobada cuando pase determinados filtros.

En el ámbito de la financiación entre empresas, es usual recoger manifestaciones y garantías de distinto contenido: relativas a la identidad del prestatario (p.ej., que pertenece a un grupo accionarial), a su actividad (p.ej., que ha obtenido las licencias o autorizaciones necesarias para el ejercicio de su actividad) o a su situación financiera (p.ej., que no es insolvente, que no está incurso en causa de disolución, que no tiene pendientes litigios de importancia), etc.

La falsedad de estas manifestaciones (al menos, de las de mayor trascendencia) se suele configurar como un supuesto de vencimiento anticipado. Así lo ha admitido la jurisprudencia, atendiendo al incremento del riesgo para el prestamista[19].

En efecto, para la formación de la voluntad del prestamista al tiempo de otorgar el préstamo resultan esenciales las manifestaciones del prestatario (en especial, sobre sus circunstancias personales y su capacidad financiera)[20]. El préstamo es un contrato *intuitu personae*, en el sentido de que se concede en atención a las circunstancias del prestatario en ese preciso momento.

---

(19) Sentencia de la Audiencia Provincial de Cádiz de 22 de julio de 2004 (R.J. 295712): «El Banco demandado ha alegado, entre otras, ocultación o inexactitud de datos en la declaración de bienes que ha sido presentada al banco, determinando una errónea e incompleta visión (…) En definitiva, aflora en autos una serie de circunstancias nuevas y sobrevenidas a la declaración inicial de la póliza de crédito, que significan e introducen un incremento del riesgo y una derivada disminución de garantías, que es precisamente lo que trata de evitarse con el establecimiento de causas objetivas y habilitadoras del vencimiento anticipado».

(20) El estudio de la operación, sobre la base de estas manifestaciones, es esencial para el prestamista. A la importancia de este proceso se refiere MANZANARES, A., *La Ley* n.º 5461, 25 de octubre (2002).

Según hemos dicho, la unilateralidad del préstamo hace que no proceda hablar de resolución del *contrato*, sino de vencimiento anticipado de la *obligación*. Del mismo modo, tampoco interesará al acreedor defender la existencia de dolo *in contrahendo*, determinante de nulidad del vínculo contractual creado en su día, sino más bien desencadenar el vencimiento de la obligación y exigir el pago[21].

1.2. Vencimiento anticipado por incumplimiento de las obligaciones del prestatario

El interés del prestamista no se agota en el momento en que concede el préstamo; al contrario, su principal preocupación es lo que pueda suceder al prestatario en el futuro. De ahí que en los préstamos se incluyan obligaciones de distinta naturaleza que pesan sobre el prestatario durante toda la vida del préstamo[22].

Los contratos por lo general distinguen según la naturaleza de la obligación incumplida: se gradúan los incumplimientos, de modo que sólo se asocia el vencimiento anticipado a los de cierta entidad, pero no a los restantes.

a) Incumplimiento por falta de pago

El incumplimiento por excelencia es el que se refiere a la obligación principal: la restitución del principal y de los intereses. Los contratos de préstamo suelen incluir, como primer supuesto de vencimiento anticipado, la hipótesis de falta de pago de cualquier cantidad (por principal o interés) en la fecha estipulada, sin necesidad de requerimiento al efecto[23].

Esta estipulación responde a la lógica de la relación jurídica, de igual modo que el incumplimiento permite la resolución de un contrato bilateral.

Ahora bien, si en relación con los contratos el art. 1124 del Código establece una condición resolutoria *implícita* por falta de cumplimiento, esta previsión no existe en relación con las obligaciones (en el préstamo). El art. 1129 del Código Civil no contempla un impago como causa de vencimiento anticipado *ex lege*. De modo que, si el contrato no lo ha previsto expresamente, ante el impago de una cuota el acreedor no podría más que exigir el pago de esa cantidad[24].

---

(21) No obstante, la jurisprudencia del Tribunal Supremo que equipara la justa causa al incumplimiento (como dice la Sentencia de 17 de febrero de 2011 —ROJ. 515—), «verdadera y manifiesta dejación de las obligaciones de carácter esencial», puede hacer aconsejable al prestamista no descartar la vía del consentimiento contractual.

(22) Como apunta AURIOLES, A., «Cuestiones en torno a las cláusulas de vencimiento anticipado en pólizas bancarias de préstamo y de crédito», *Estudios Jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menendez. Contratos Mercantiles, Derecho Concursal y Derecho de la Navegación,* vol. III, la introducción de estas cláusulas obedece a la necesidad de reducir la incertidumbre del prestamista. Son medidas de autotutela que persiguen el mismo resultado que las garantías: mitigar el riesgo, en la medida de lo posible.

(23) El art. 693 de la LEC, al que nos referimos más adelante, reconoce expresamente esta posibilidad en sede de ejecución hipotecaria. La Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de diciembre de 2009 (La Ley 273170) reconoce expresamente la validez de las cláusulas de vencimiento anticipado por impago de una sola cuota del préstamo. En contra, como pronunciamientos aislados, deben citarse la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 5 de febrero de 2001, que consideró contraria a derecho una estipulación de un préstamo hipotecario que permitía al acreedor declarar el vencimiento anticipado por impago «de una cuota cualquiera de amortización», y la controvertida sentencia del Tribunal Supremo de 27 de marzo de 1999 (R.J. 2371), que no han sido seguidas por la jurisprudencia posterior.

(24) Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 15 de octubre de 2009 (La Ley 230107).

b) Otros incumplimientos

Por otra parte, el prestatario asume una serie de obligaciones accesorias respecto de la obligación principal, que no por ello son intrascendentes para las partes. Al contrario, constituyen una prolongación del consentimiento contractual prestado en su día, en el sentido de que la entidad financiera no habría concedido el crédito si hubiera sabido que las circunstancias del prestatario iban a cambiar.

Estas obligaciones se pueden clasificar en las siguientes categorías:

— Obligaciones de dar: proporcionar información financiera de forma periódica o comunicar hechos concretos de trascendencia que se puedan producir en el futuro.

— Obligaciones de hacer: dar a los fondos el destino pactado en el contrato, otorgar en el futuro garantías, mantener determinada situación financiera, en cuanto a endeudamiento («ratio de apalancamiento»), de relación préstamo-valor «ratio *loan to value*»), de mantenimiento de rango crediticio («cláusula *pari passu*»), etc.

— Obligaciones de no hacer: no contraer nueva deuda, no hipotecar activos, no repartir dividendos, no incumplir otros contratos con el mismo prestamista o con otras entidades o no ser objeto de embargos o procedimientos judiciales[25].

2. La validez de las cláusulas de vencimiento anticipado: límites a la autonomía de la voluntad

Una vez que se han expuesto las cláusulas que de forma habitual se introducen en los contratos de financiación, es preciso analizar en qué casos se pueden plantear objeciones a su validez.

Las cláusulas de vencimiento anticipado serán válidas siempre que no sean contrarias a la ley, a la moral o al orden público (art. 1255 del Código Civil).

La jurisprudencia ha limitado la validez de los pactos de vencimiento anticipado en dos casos[26]:

— Con carácter general, son nulos los pactos que infrinjan norma imperativa; este es el caso, por ejemplo, de los que dejen enteramente a criterio del acreedor el vencimiento anticipado (por oposición a los que remiten a circunstancias objeti-

(25) Otros ejemplos pueden verse en MANZANARES, *La Ley* n.º 5461, 25 de octubre (2002) y PRADA, «Inscribibilidad de las cláusulas de los créditos hipotecarios», *Diario La Ley* (1989), p. 1115.

(26) Sirvan como resumen la sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias de 24 de abril de 2001 (JUR 210967): «la jurisprudencia de las Audiencias Provinciales ha venido declarando que los pactos de vencimiento anticipado, siempre que no queden al arbitrio de uno de los contratantes y exista causa que lo justifique, y no contraríen lo dispuesto en el art. 10 de la Ley de 26 de julio de 1984, son perfectamente válidos y eficaces, al amparo del principio de la autonomía de la voluntad (art 1255 CC)», y la sentencia de la Audiencia Provincial de Tarragona de 30 de junio de 2001 (JUR 306947) (aunque esta sentencia habla de «resolución» se refiere en realidad a una cláusula de vencimiento anticipado): «nada cabe objetar a la licitud de las cláusulas de resolución anticipada cuando tal derecho se apoye en una causa justa y objetiva, siempre que esta aparezca expresada en el contrato, goce de la necesaria concreción, sea conforme a la naturaleza del contrato y tenga entidad suficiente como para fundamentar tan grave secuencia», y sigue diciendo que la sentencia del Tribunal Supremo de 27 de marzo de 1999 (R.J. 2371) «representa un criterio aislado, insuficiente para que sea tenido en cuenta como jurisprudencia reiterada y con valor vinculante para los tribunales».

vas), pues serían contrarios al principio general del derecho contractual de que la validez y eficacia de los contratos no pueden quedar al arbitrio de una de las partes (art. 1256 del Código Civil)[27].

— En su específico ámbito de aplicación, son nulas de pleno derecho las cláusulas de vencimiento anticipado cuya nulidad resulta de la normativa en materia de condiciones generales[28] y en materia de consumidores y usuarios[29].

En este artículo nos referimos a contratos de préstamo entre empresas, que están al margen de esta normativa especial.

En los restantes supuestos, estos pactos serán válidos. Cuestión distinta es si, llegado el caso, podrán dar lugar al vencimiento anticipado, lo que no admite una respuesta *a priori*, sino que deberá ser analizado por la jurisprudencia, atendiendo a las circunstancias.

Como apunta la sentencia de la Audiencia Provincial de Soria de 17 de noviembre de 2008 (La Ley 308591), hay que distinguir las cláusulas nulas de las que, siendo válidas, pueden ser ejercitadas de forma abusiva[30]. La nulidad sólo puede predicarse de las que, en sí mismas, sean contrarias a norma imperativa. En su caso, quedará a criterio de los tribunales analizar en cada caso si el acreedor ha podido hacer un uso abusivo de estas estipulaciones.

3. La declaración de vencimiento anticipado por razón de la concurrencia de un supuesto pactado como tal

Cuando se produzca un supuesto de vencimiento anticipado convenido por las partes, el prestamista podrá declarar el vencimiento anticipado y exigir el pago de la totalidad de la deuda. El pago que pudiera hacer después el deudor se entenderá a cuenta de la deuda total[31].

---

(27) Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de diciembre de 2009 (La Ley 273170), en su Fundamento Jurídico Undécimo: «la cláusula va más allá, pues no se refiere a insolvencia, sino a que se haya acordado un embargo o resulte disminuida la solvencia, y ello supone atribuir a la entidad financiera una facultad discrecional…». Como ejemplo, GARCÍA-CRUCES, «Contratación bancaria y consumo», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 30, abril-junio (1998), estudia una cláusula que permitía al Banco (y al cliente) cerrar la cuenta en cualquier momento, «siendo judicialmente exigible el saldo que en su contra resulte…».

(28) Ley 7/98, de 13 de abril, de Condiciones Generales de la Contratación, en cuanto a las cláusulas predispuestas, que exigen consentimiento expreso.

(29) Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, sobre estipulaciones no negociadas individualmente y aquellas que, no habiendo sido expresamente consentidas, den lugar a un desequilibrio importante entre las partes, en perjuicio del consumidor. En este aspecto, deben tenerse en cuenta los fundamentos de la Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de diciembre de 2009 (La Ley 273170), que repasa distintos tipos de cláusulas incluidas en los contratos bancarios, cuya validez matiza sólo en algunos casos.

(30) «Lo hasta ahora expuesto no obsta a que, en determinadas circunstancias, pueda proclamarse el ejercicio abusivo de tal tipo de cláusula (…) para incumplimientos irrelevantes, por concurrencia de circunstancias cuya apreciación se deja al puro arbitrio de la entidad bancaria, o cuando se perjudica con su ejercicio de manera desproporcionada y no equitativa al prestatario».

(31) En sede de ejecución hipotecaria (no de ejecución general, donde no cabe esta posibilidad) el art. 693.3 de la LEC faculta al acreedor que ejecuta la garantía (no le obliga) para manifestar en su demanda que el deudor, hasta el día señalado para la celebración de la subasta, tendrá la oportunidad de liberar el bien mediante la consignación de la cantidad que por principal e intereses estuviere vencida en la fecha de presentación de la demanda. Se trata de una

Adicionalmente, ya en el plano procesal, el prestamista podrá iniciar acciones legales encaminadas al cobro de la deuda y en su caso, a ejecutar las garantías a su favor, según se refiere en el apartado siguiente.

El primer paso, una vez que se constate la concurrencia de un supuesto previsto en el contrato, será la declaración por el prestamista del vencimiento anticipado («aceleración del préstamo»). Para ello, el prestamista deberá atenerse a lo que establezca el contrato, que podría establecer determinadas formalidades o incluso conceder al prestatario un plazo para subsanar el incumplimiento(32).

Como ha aclarado la jurisprudencia(33), el incumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato de préstamo (que genera un vínculo unilateral) no puede dar lugar al ejercicio de la facultad resolutoria implícita, que el art. 1124 del Código Civil reserva para los contratos en los que existen obligaciones recíprocas. Lo que puede hacer el acreedor es declarar el vencimiento anticipado y exigir el pago de la totalidad de la deuda, esto es, el cumplimiento de la obligación(34).

Cuando el vencimiento anticipado sea consecuencia de un incumplimiento de las obligaciones del prestatario, el acreedor podrá además reclamar daños y perjuicios, de conformidad con lo que establecen los arts. 1101 y siguientes del Código Civil.

3.1. Criterios jurisprudenciales que limitan la facultad de declarar el vencimiento anticipado

Los tribunales pueden rechazar el vencimiento anticipado cuando se deriva de un hecho que carece de la entidad suficiente como para producir este efecto.

---

excepción a la regla general de que, una vez declarado el vencimiento, el pago de la cuota que en su momento resultó impagada no produciría ya el efecto de subsanar el incumplimiento, sino que es tan sólo un pago a cuenta de la deuda total.

(32) Clemente MEORO, «Vencimiento anticipado de la obligación por no otorgar las garantías prometidas: momento del vencimiento. Comentario a la STS 22 noviembre 1997 (R.J. 1997, 8098)», *Revista de derecho patrimonial,* n.º 1 (1998), pp. 183-188, razona que el vencimiento se produce en el momento en que el prestamista lo declara, con independencia de que el prestatario pueda cuestionar esta actuación en vía judicial. Así, si el Juzgado estima que el prestamista ha actuado conforme a derecho, confirmará la declaración de vencimiento anticipado, que se entenderá producida cuando el prestamista envió la correspondiente comunicación.

(33) Así lo explicaba con gran claridad una sentencia de la Audiencia Provincial de Burgos de 26 de octubre de 1992 (AC 1992,1442): «La condición resolutoria que, con carácter general, el artículo 1124 CC entiende implícita en las obligaciones recíprocas, facultando a resolverlas para el caso de que uno de los obligados no cumpliera lo que le incumbe, es inaplicable al contrato de préstamo, ya sea este gratuito, sea oneroso o con interés… no produce obligaciones recíprocas o bilaterales, sino unilaterales, sólo para el prestatario o tomador del capital, sin ninguna para el prestamista, y por tanto no existe en tal contrato ninguna reciprocidad de obligaciones en juego». Más recientemente, la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 15 de octubre de 2009 (La Ley 230107) confirma este parecer, con cita de la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 26 de noviembre de 2008: «la resolución del contrato de préstamo y la exigibilidad inmediata de todo el capital no puede aceptarse, ya que está pensado para las obligaciones bilaterales… pero nunca puede aplicarse esta doctrina para las obligaciones unilaterales donde sólo nacen obligaciones para una de las partes».

(34) Por tanto, en el préstamo no cabe hablar de la resolución del contrato, sino del vencimiento anticipado de las obligaciones. Tan sólo cabría hablar de resolución si se tratara de un contrato de crédito.

Un primer criterio para deslindar las hipótesis de vencimiento anticipado con virtualidad de acelerar el préstamo podría ser el de la *accesoriedad*. El vencimiento anticipado estaría justificado cuando se trate de una obligación principal, no así cuando la obligación resulte accesoria.

La jurisprudencia del Tribunal Supremo así parece indicarlo, cuando exige una «verdadera y manifiesta dejación de las obligaciones de carácter esencial»[35].

Sin embargo, este criterio resulta excesivamente restrictivo. En el contrato de préstamo, la única obligación principal es la obligación de restitución del dinero. En sentido estricto, las demás obligaciones son accesorias. El repago es la obligación que enlaza causalmente con la conducta del prestamista (la entrega de los fondos) y resulta a todas luces determinante de la decisión de conceder el préstamo.

Un segundo criterio es el que recurre a la *voluntad de las partes:* se podría pensar que las partes pueden elevar a la condición de supuesto de vencimiento anticipado una obligación que, siendo en sí misma accesoria, se convierte por acuerdo de las partes en motivo determinante del vínculo contractual. Esta idea remite a la teoría de la causa[36].

Este planteamiento debe matizarse. Al margen de la complejidad que reviste la teoría de la causa (es precisamente por su indefinición por lo que se adapta a toda clase de planteamientos), no se puede admitir que las partes puedan elevar a la condición de esencial cualquier circunstancia, por irrelevante que resulte.

Así, sin negar la importancia de la voluntad de las partes, que es sin duda el primer criterio de interpretación, lo cierto es que este criterio no basta, sino que debe ser combinado con una perspectiva objetiva, que atienda a la trascendencia del incumplimiento.

3.2. La combinación de los dos criterios: algunos ejemplos

Según se ha dicho, cualquier interpretación debe partir de la voluntad de las partes (más que de su manifestación en el contrato): es preciso preguntarse si las partes realmente quisieron anudar el vencimiento anticipado a determinada circunstancia. La voluntad de las partes será necesaria, pero no suficiente.

Adicionalmente, es preciso un filtro objetivo, que tenga en cuenta la entidad del hecho en cuestión. Por más que haya sido querido por las partes, repugna a la más elemental lógica jurídica que una circunstancia carente de trascendencia pueda producir un efecto tan grave. Habrá que considerar, en cada caso, si lo sucedido merece tal consecuencia.

Las Sentencias del Tribunal Supremo de 16 de diciembre de 2009 (La Ley 273170) y 17 de febrero de 2011 (ROJ. 515) son restrictivas, cuando interpretan la justa causa como

---

(35) Sentencia de 17 de febrero de 2011 (ROJ. 515), aunque el pronunciamiento no forma parte de la *ratio decidendi*.

(36) MANZANARES, A., *La Ley*, n.º 5461, 25 de octubre (2002), citando la jurisprudencia clásica sobre la causa de los contratos: «los motivos de las partes, ordinariamente irrelevantes, pasan a tener trascendencia jurídica cuando se incorporan a la declaración de voluntad en forma de condición, modo, etc., constituyendo de esta forma parte integrante de la misma (sentencia de 12 de marzo de 1956)».

«verdadera y manifiesta dejación de las obligaciones de carácter esencial, pero no cuando se trata de obligaciones accesorias, o incumplimientos irrelevantes».

Aunque estamos de acuerdo en la necesidad de excluir los incumplimientos irrelevantes, eso no implica descartar las prestaciones accesorias. Accesorio es lo que no es principal, y principal en el préstamo sólo es la obligación de restitución. Por otra parte, es excesivo exigir una manifiesta dejación, en el sentido de la antigua jurisprudencia sobre el incumplimiento contractual con virtualidad resolutoria, ya abandonada.

Dado que la voluntad de las partes debe ser el punto de partida de toda interpretación, lo lógico es operar de modo negativo, descartando, como excepción, aquellos supuestos de vencimiento anticipado que hayan sido convenidos por las partes cuando objetivamente carezcan de entidad suficiente, teniendo en cuenta las circunstancias de las partes y del contrato en cuestión.

Podemos ilustrar estos razonamientos con algunos ejemplos prácticos:

— La cláusula deuda-valor («ratio *loan to value*»), que obliga al prestatario a mantener la relación entre el préstamo y el valor del activo dado en garantía por debajo de determinado porcentaje (p.ej., 80%), es a todas luces válida[37].

  Tan sólo podemos pensar en una excepción para el caso de que se produzca una caída momentánea del valor de un activo que se recupera inmediatamente (esto puede suceder, por ejemplo, cuando se trate de acciones de una sociedad cotizada), o cuando el incumplimiento carezca de importancia porque el exceso es irrelevante (p.ej., el nivel es del 80,01%).

— La cláusula de incumplimiento cruzado (*«cross default»*) podría ser rechazada cuando el incumplimiento carezca de trascendencia. Para ello habrá que atender, en primer lugar, a si el contrato se ha suscrito entre las mismas partes, en cuyo caso deberá entenderse que el incumplimiento cruzado genera, de por sí, una pérdida de confianza que puede justificar la pérdida del plazo. Tratándose de partes distintas, la solución será más casuística, pues dependerá de la importancia que para el prestamista tenga el cumplimiento por el prestatario de sus obligaciones. No tendría sentido admitir a estos efectos un incumplimiento a todas luces insignificante, o una situación transitoria, que se subsana antes de la aceleración del préstamo.

— El incumplimiento de la obligación de entregar información financiera podrá ser rechazado como desencadenante del vencimiento del préstamo tan sólo cuando la información omitida carece de trascendencia, o cuando puede ser obtenida por el prestamista porque ha sido publicada (salvo que el momento de su obtención sea esencial)[38].

---

(37) La DGRN ha admitido las cláusulas de vencimiento anticipado que amplían convencionalmente el ámbito de la acción de devastación, siempre que la disminución de valor del inmueble sea objetiva (RDGRN 12-7-2000, R.J. 5862).

(38) Con esto no queremos decir que las obligaciones de información carezcan por lo general de importancia. En muchos casos son el único medio que tiene el prestamista de vigilar la situación de su deudor, hasta el punto de que es esa información la que permite constatar el cumplimiento de las obligaciones financieras, y su ocultación la que permite disimular un incumplimiento más grave. Cuando así suceda, la falta de información puede bastar para justificar el vencimiento.

— La cláusula de de cambio material adverso, de origen anglosajón («*material adverse change*») ha sido en ocasiones malinterpretada. Se refiere a casos en los que lo sucedido altera los presupuestos en que se basaron las partes al firmar el contrato. En nuestro sistema puede plantear problemas, por su indefinición, ya que es susceptible de contravenir lo que dispone el art. 1256 del Código Civil.

— La jurisprudencia ha analizado las cláusulas que contienen una obligación de no arrendar la finca hipotecada y que establecen como efecto del incumplimiento el vencimiento anticipado. Cuando se trate de arrendamientos que no son oponibles al rematante una vez ejecutada la hipoteca, este hecho carecerá de importancia objetiva[39].

— Cuando las partes insertan una cláusula de estilo del tenor de «*el prestamista podrá declarar el vencimiento por incumplimiento de cualquier obligación a cargo del prestatario*», esta estipulación no permite concluir que las partes han querido elevar a causa del contrato todos los posibles incumplimientos (p.ej., el hecho de que el prestatario titular de una cadena de cientos de establecimientos pueda perder la licencia de un local insignificante)[40].

En cualquier caso, la valoración de la entidad del incumplimiento debe atender a las circunstancias del préstamo. Por ejemplo, si se trata de un préstamo pagadero a su vencimiento (préstamo «*bullet*», en la terminología anglosajona), la interpretación debe ser más favorable al acreedor, pues las cláusulas financieras son la única protección de que dispone. En estos préstamos, el acreedor debe limitarse durante años a esperar a que llegue el vencimiento. Si durante ese tiempo el valor del bien se deteriora, o el deudor se comporta de forma inadecuada, el acreedor en principio tendría que permanecer impasible, lo que le podría generar daños irreversibles. En estos préstamos, el establecimiento de obligaciones financieras, con la posibilidad de declarar el vencimiento anticipado por razón de su incumplimiento, puede ser el único medio de proteger el interés del prestamista durante la vida del préstamo.

Estas consideraciones, que hemos referido a los supuestos de vencimiento anticipado que tienen su origen en el incumplimiento de las obligaciones del prestatario, deberían ser igualmente aplicables a los supuestos que se basan en la falta de veracidad de las mani-

(39) Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de diciembre de 2009 (La Ley 273170), en su Fundamento Jurídico Duodécimo. La nulidad de la cláusula vino dada por el carácter general de la prohibición, dado que el contrato no se refería tan sólo a los arriendos que pueden mermar el valor de la finca (p.ej., un arrendamiento sujeto a la normativa sobre arrendamientos urbanos, como tal oponible a los adquirentes). Se olvida, no obstante, que la suscripción de un arrendamiento en condiciones negativas puede afectar seriamente a la capacidad financiera del prestatario.

(40) DGRN, Resolución de 1 de octubre de 2010 (R.J. 5273): «En cuanto a la previsión contenida en la Cláusula Financiera 2.ª sobre posibilidad de exigir el reembolso por incumplimiento de cualquier obligación contenida en la escritura ("cualquier incumplimiento del acreditado de sus obligaciones frente a la acreditante"), ha de confirmarse igualmente la calificación registral, por cuanto, como indica la reiterada Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de diciembre de 2009 (R.J. 2010, 702) (vid. fundamento jurídico vigésimo), "resulta desproporcionado atribuir carácter resolutorio a cualquier incumplimiento, pues solo cabe cuando se trata del incumplimiento de una obligación de especial relevancia y en ningún caso accesoria". Recuerda el Tribunal la doctrina jurisprudencial más reciente en la materia (vid. Sentencias de 9 de marzo de 2001, 4 de julio y 12 de diciembre de 2008 [R.J. 2009, 152]), que "sólo admite la validez de las cláusulas de vencimiento anticipado cuando concurra justa causa, consistente en verdadera y manifiesta dejación de las obligaciones de carácter esencial, pero no cuando se trata de obligaciones accesorias, o incumplimientos irrelevantes"».

festaciones y garantías[41]. Es más, en estos casos debería aplicarse un mayor rigor hacia la conducta del prestatario que ha proporcionado esa información (esto es, interpretando a favor del vencimiento anticipado), pues forma parte de su deber de diligencia asegurarse de que sus manifestaciones responden de forma exacta a la realidad.

III. EL PLANO PROCESAL: ACCIONES LEGALES ENCAMINADAS AL COBRO DE LA DEUDA

Una vez declarado el vencimiento anticipado, si el prestatario no paga, el acreedor podrá plantear: i) un procedimiento declarativo, encaminado a obtener una sentencia de condena, ii) un procedimiento de ejecución general, una vez obtenida sentencia en el anterior procedimiento, o bien cuando el préstamo se haya recogido en escritura o póliza, o iii) un procedimiento de ejecución especial de las garantías.

1. Juicio declarativo

Cuando el acreedor no tenga un título que le dé acceso a la ejecución (o cuando este título no sea suficiente[42]), deberá iniciar un juicio declarativo. En este procedimiento, el prestatario tendrá plenas oportunidades de defensa y, entre ellas, las que se refieran a la validez de la cláusula financiera y a la trascendencia del hecho que ha desencadenado el vencimiento anticipado.

2. La ejecución general

El art. 517 de la Ley de Enjuiciamiento Civil atribuye fuerza ejecutiva a la escritura pública y a la póliza intervenida por Notario, siempre que de ellas resulte una obligación líquida o susceptible de liquidación[43].

3. La ejecución especial

Si el acreedor tiene garantía hipotecaria y la cláusula de vencimiento anticipado ha tenido acceso al Registro (a lo que nos referiremos más adelante), podría además iniciar un procedimiento de ejecución especial sobre los bienes hipotecados (arts. 681 y siguientes de la LEC), o bien optar por la controvertida ejecución extrajudicial, cuando concurran los presupuestos que establece la Disposición Final 9.ª de la LEC (que se haya pactado la venta extrajudicial y que el deudor haya designado un representante).

El art. 693.2 de la LEC (en sede de ejecución especial) reconoce expresamente la facultad del acreedor hipotecario de declarar el vencimiento anticipado y ejecutar la garantía por falta de pago:

---

(41) Como hemos visto, la jurisprudencia del Tribunal Supremo no parece confirmar esta opinión.

(42) Este sería el caso, por ejemplo, cuando las cláusulas de vencimiento anticipado no hayan tenido acceso al Registro porque consten en el contrato de préstamo pero no en la escritura de hipoteca.

(43) El mero título público no basta: según establece el art.572.2 LEC, es preciso que de él resulte una obligación líquida o, en su defecto, que se haya facultado al acreedor para proceder a la liquidación, mediante la inserción de una cláusula al efecto.

«Podrá reclamarse la totalidad de lo adeudado por capital y por intereses si se hubiese convenido el vencimiento total en caso de falta de pago de alguno de los plazos diferentes y ese convenio constase inscrito en el Registro».

En efecto, la ejecución de la hipoteca sólo puede basarse en los extremos contenidos en la inscripción de hipoteca. Por tanto, cuando el Registrador, acertada o erróneamente, haya excluido del Registro una determinada estipulación, esa hipótesis nunca podrá servir de base a la ejecución hipotecaria(44).

Así, se podría dar el caso de que el acreedor declare, conforme a derecho, el vencimiento anticipado de la obligación derivada del préstamo, y sin embargo no pueda ejecutar la hipoteca que fue constituida en garantía de esta.

Esto es lo que venía sucediendo, de acuerdo con la doctrina tradicional de la DGRN. Al negar trascendencia real a las cláusulas de vencimiento anticipado, se descartaba la posibilidad de ejecutar la hipoteca por razón de circunstancias que no han accedido al Registro.

Como hemos visto, a los efectos de la ejecución no es suficiente con que una cláusula de vencimiento anticipado haya pasado el filtro registral. Una cláusula válida con arreglo a derecho puede no ser suficiente a efectos de ejecución cuando el hecho desencadenante no tenga entidad suficiente. Esta circunstancia no debe ser valorada por el Registrador, que sólo puede calificar de forma negativa cuando la estipulación en cuestión sea contraria a ley (por ejemplo, cuando suponga dejar el cumplimiento de la obligación al arbitrio de una de las partes o cuando infrinja la normativa protectora de los consumidores). La apreciación de si el supuesto de vencimiento anticipado tiene o no la suficiente entidad deberá ser realizada por los tribunales atendiendo a las circunstancias que concurran en su momento(45).

IV. EL PLANO REGISTRAL: TRATAMIENTO DE LAS CLÁUSULAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO

La Ley Hipotecaria permite inscribir los derechos reales de garantía (art. 13 de la Ley Hipotecaria). Lo que no haya sido inscrito no perjudica a tercero (art. 32 de la Ley Hipotecaria).

En la inscripción de la hipoteca es necesario identificar las circunstancias del préstamo que pueden dar lugar a la ejecución de la hipoteca. Sin embargo, durante mucho tiempo se ha negado el acceso al Registro de las cláusulas de vencimiento anticipado.

---

(44) De ahí que sea fundamental para el acreedor hipotecario revisar todos los extremos de la nota de calificación y, en su caso, formular recurso en ese momento. A los recursos contra la calificación se refiere el actual art. 19 bis de la Ley Hipotecaria, introducido por Ley 24/2001, de 27 de diciembre, como consecuencia de la estimación por el Tribunal Supremo de un recurso directo contra la regulación contenida anteriormente en el Reglamento Hipotecario (sentencia de 22 de mayo de 2000, R.J. 2000/6275), que declaró contraria a los principios constitucionales más elementales, al situar la calificación registral al margen de cualquier control.

(45) Es sabido que los motivos de oposición en sede de ejecución son muy limitados (art. 557 LEC). En principio, el cauce para cuestionar la declaración de vencimiento anticipado podría ser la nulidad del despacho de la ejecución (art. 559.3 LEC).

1. La doctrina tradicional de la DGRN

Durante décadas la DGRN entendió que las cláusulas de vencimiento anticipado no tienen acceso al Registro al tiempo de inscribir la hipoteca, con la única excepción de las relativas al incumplimiento de la obligación principal, esto es, la falta de pago de alguno de los plazos.

Como ejemplo puede citarse la resolución de la DGRN de 23 de octubre de 1987, que afirma que el vencimiento no se puede hacer depender «de cualquier tipo de comportamiento del deudor distinto del incumplimiento mismo de la obligación específicamente garantizada, pues de la única conducta del deudor que ha de responder la finca hipotecada es del cumplimiento a su tiempo de la obligación directamente garantizada por la hipoteca»(46).

La piedra angular de esta doctrina es la consideración de que estas estipulaciones tienen alcance meramente personal (*inter partes*) y carecen de trascendencia real, como explica la resolución de la DGRN 16 de julio de 1996 (R.J. 5614), en relación con una obligación de asegurar contra incendios(47).

La exclusión del Registro llevaba implícita la ausencia de calificación de estas estipulaciones. Y tenía como efecto natural la imposibilidad de ejecutar la garantía sobre la base de una circunstancia ajena al Registro, dado el carácter formal de la hipoteca.

Así, un pacto válido y lícito *inter partes* se veía privado de los efectos que las partes le habían querido asignar (la ejecución por razón de la concurrencia del supuesto de vencimiento anticipado). El prestamista podría declarar el vencimiento anticipado, según lo acordado con su prestatario. Sin embargo nunca podría ejecutar la hipoteca por este motivo.

2. La doctrina revisada de la DGRN

Con el tiempo, se fue produciendo un avance en la doctrina hipotecaria. Poco a poco se fue imponiendo la necesidad de acceder a la ejecución, lo que sólo es posible si se dota a estas cláusulas de alguna constancia registral(48).

---

(46) Es cierto que la finca hipotecada sólo responde del cumplimiento de la obligación de restituir lo prestado. Pero la pregunta es cuándo surge esta obligación de repago, si en el momento inicialmente previsto o cuando se produce una hipótesis de vencimiento anticipado. La hipoteca garantiza esa obligación, con independencia del momento en que se produzca su vencimiento.

(47) «Al margen de la posible falta de objetividad de las estipulaciones cuestionadas, que no es materia del presente recurso (artículo 117 del Reglamento Hipotecario), al enjuiciar los pactos de obligación de aseguramiento, de pago anticipado y de imputación de los mismos, ha de recordarse la doctrina de este centro directivo en el sentido de diferenciar el doble efecto del contrato en que se contienen: las relaciones obligatorias entre prestamista y prestatario y la constitución de un derecho real sobre una finca; de forma que, sin necesidad de cuestionar la validez civil de los referidos pactos en el orden de las citadas relaciones obligatorias entre prestamista y prestatario, es indudable que tratándose de obligaciones y facultades meramente personales que no quedan alcanzadas en su cobertura por la garantía hipotecaria (ni siquiera se establece una garantía indirecta a través del pacto de vencimiento anticipado), carecen de las condiciones necesarias para acceder a los libros del Registro (cfr. artículos 98 de la Ley Hipotecaria y 7, 9 y 51, número 6, de su Reglamento)».

(48) En esta fase ya se empieza a reconocer la dificultad de delimitar el alcance registral de las distintas cláusulas de vencimiento anticipado que se contienen en las escrituras de préstamo (resolución antes citada, de 2 de octubre de 2006, R.J. 8196).

No obstante, como cuestión de principio, se seguía atribuyendo a los pactos de vencimiento anticipado carácter puramente obligacional, lo que determinaba la exclusión de la calificación (DGRN 3 de septiembre de 2005, R.J. 6928):

> «Los que establecen una multiplicidad de obligaciones a cargo de las partes o terceros así como las facultades atribuidas en forma de autorización expresa e irrevocable al acreedor, porque carecen de trascendencia real, no forman parte del contenido real típico de la hipoteca, son ajenas a la misma, y no afectan a terceros (artículo 9 de la Ley Hipotecaria y 51.6.º de su Reglamento».

Esta época se caracteriza por la limitación del contenido de estas cláusulas. En principio, se reserva el acceso al Registro a las hipótesis de vencimiento anticipado vinculadas a la obligación garantizada (la de pago), excluyendo las que «hacen depender el vencimiento del plazo de cualquier comportamiento del deudor ajeno a la obligación específicamente garantizada», si bien también se da cabida a las obligaciones cuyo incumplimiento «entrañe un riesgo para el valor del bien o de la garantía»: asegurar, abonar tributos que gravan la finca, hacer reparaciones, dejar constancia de las edificaciones… [49]. En definitiva, como dice la primera de las resoluciones citadas, se permite a las partes ampliar convencionalmente el ámbito de la acción de devastación [50].

3. La reforma del art. 12 de la Ley Hipotecaria

Por Ley 41/2007, de 7 de diciembre, se dio nueva redacción al art. 12 de la Ley Hipotecaria.

El segundo párrafo de este precepto se refiere al acceso al Registro de la Propiedad de las cláusulas de vencimiento anticipado, en los siguientes términos:

> «Las cláusulas de vencimiento anticipado y demás cláusulas financieras de las obligaciones garantizadas por hipoteca a favor de las entidades a las que se refiere el artículo 2 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, en caso de calificación registral favorable de las cláusulas de trascendencia real, se harán constar en el asiento en los términos que resulten de la escritura de formalización».

La interpretación de esta disposición no es cuestión sencilla [51].

3.1. Presupuesto subjetivo

En el plano subjetivo, la redacción del art. 12.2 de la Ley Hipotecaria no deja lugar a dudas, cuando comprende las hipotecas establecidas a favor de las entidades a las que

---

(49) DGRN, resolución de 3 de septiembre de 2005 (R.J. 6928).

(50) DGRN, resolución de 2 de octubre de 2006 (R.J. 8196).

(51) La tramitación parlamentaria de este precepto no sirve para aclarar las cosas, aunque apunta en el sentido de facilitar el acceso al Registro de los pactos de vencimiento anticipado. El segundo párrafo se introduce en virtud de una enmienda del Grupo Parlamentario Catalán, que sostuvo que «la seguridad del tráfico jurídico no permite omitir en la inscripción el contenido de todo lo pactado en el clausulado de la escritura de hipoteca, pues lo contrario, tal y como el Proyecto de Ley pretende, supone volver al sistema de clandestinidad anterior a la promulgación de la primera Ley Hipotecaria».

se refiere el art. 2 de la Ley del Mercado Hipotecario, entre ellas, los Bancos y las Cajas de Ahorro.

No se trata, por tanto, de un presupuesto objetivo (hipotecas susceptibles de las operaciones a las que se refiere la Ley del Mercado Hipotecario), sino de un requisito subjetivo (hipotecas establecidas a favor de las entidades a las que se refiere la Ley del Mercado Hipotecario).

3.2. Presupuesto objetivo

En el plano objetivo, este precepto se refiere a una obligación garantizada con hipoteca que contiene una cláusula de vencimiento anticipado (a la que la Ley considera una modalidad de «cláusula financiera»). Lo que se garantiza con la hipoteca no es el préstamo (el contrato) sino la obligación de restitución que nace del mismo.

Este precepto regula el acceso al Registro de las «cláusulas financieras» por las que la obligación de restitución garantizada con hipoteca puede vencer antes del plazo inicialmente previsto.

3.3. Acceso al Registro

La interpretación se complica cuando se trata de encontrar sentido a la condición que en este precepto se establece («en caso de calificación registral favorable de las cláusulas de trascendencia real»).

Conforme a su doctrina tradicional, la DGRN ha seguido entendiendo que las cláusulas de vencimiento anticipado no tienen trascendencia real, de modo que la calificación se ciñe a otras cláusulas que sí tienen trascendencia real, con la consecuencia de que, sólo cuando estas últimas reciban calificación favorable, se verán también arrastradas al Registro las cláusulas de vencimiento anticipado. Desde esta perspectiva, debe entenderse (*a sensu contrario*) que estas cláusulas no serán objeto de calificación, por su alcance meramente personal[52].

Se trataría por tanto de un acceso registral limitado en sus efectos, como simple constancia y con efectos de mera publicidad noticia (DGRN, Resolución de 21 de diciembre de 2007, R.J. 2086):

> «Lo que sucede es que como excepción y, resultando aconsejable para el tráfico jurídico por la publicidad con efectos de mera noticia que dimana del asiento registral…, además puedan hacerse constar en el Registro las cláusulas financieras, incluidas las

(52) DGRN 21 de diciembre de 2007, R.J. 2086: «El registrador sólo puede calificar y, por tanto, inscribir si su calificación es favorable, las cláusulas de trascendencia jurídico real inmobiliaria que son el importe del principal de la deuda y, en su caso, el de los intereses pactados, o el importe máximo de la responsabilidad hipotecaria… Lo que sucede es que, como excepción, y resultando aconsejable para el tráfico jurídico por la publicidad con efectos de mera noticia que dimana del asiento registral, respecto de las cláusulas que carecen de dicho contenido real, la Ley 41/2007… permite que además puedan hacerse constar en el Registro las cláusulas financieras, incluidas las de vencimiento anticipado, aun cuando carezcan de trascendencia real inmobiliaria y por tanto queden extramuros de la calificación».

de vencimiento anticipado, aun cuando carezcan de trascendencia real inmobiliaria y queden extramuros de la calificación».

3.4. Calificación registral

En efecto, la consecuencia de esta tesis es que las cláusulas financieras no están sujetas a calificación por parte del Registrador, como sigue diciendo la Resolución antes citada:

«Ahora bien, respecto de estas cláusulas financieras el registrador debe limitar su actuación a hacerlas constar en el asiento, esto es a transcribir sin más las mismas, siempre que las de trascendencia jurídico real inmobiliaria —las enumeradas en el párrafo primero del artículo 12 de la LH— hubieran sido calificadas favorablemente. De este modo, la reforma de la Ley Hipotecaria acoge la tesis expuesta por este Centro Directivo —*vid. ut supra*, Resolución de 19 de abril de 2006, entre otras—, armonizando la importante función calificadora con el verdadero sentido y contenido de la misma, mas permitiendo que para determinadas hipotecas —las constituidas a favor de determinadas entidades financieras—, por razón de su especialidad y generalidad, además se transcriban en el asiento registral las cláusulas financieras».

Para la DGRN, la expresión que emplea el art. 12 de la Ley Hipotecaria, cuando dice que la cláusula de vencimiento anticipado «se hará constar en el asiento» responde a la voluntad del legislador de eludir el término «inscribir». De ahí que surja una nueva forma de constancia registral y, en consecuencia, de publicidad.

Algunas resoluciones son especialmente rotundas a la hora de negar toda calificación en relación con estas cláusulas (DGRN, 24 de julio de 2008)[53]. Según esta tesis, se diría que las cláusulas de vencimiento anticipado «se cuelan en el Registro por la puerta de atrás». La función del Registrador se limitaría a cortar y pegar.

La Resolución de 1 de octubre de 2010 (R.J. 5273) rectifica este criterio, y recuerda que la consecuencia de la constancia registral es la oponibilidad a terceros de la cláusula, lo que lleva a reconsiderar el alcance de la calificación, que no cabrá excluir de forma absoluta, sino modalizar en cuanto a su extensión: el Registrador calificará, limitándose a rechazar las cláusulas financieras cuando se produzca una contravención de norma imperativa o cuando su validez hubiera sido rechazada por resolución judicial firme[54].

---

(53) «En el presente caso, la calificación registral impugnada se ha emitido una vez entrada en vigor la nueva norma, por lo que la Registradora debe limitarse a calificar y, en su caso, a inscribir esas cláusulas de trascendencia jurídico real inmobiliaria relativas al importe del principal de la deuda, el de los intereses pactados, con expresión del importe máximo de responsabilidad hipotecaria, identificando la obligación garantizada y su duración. En cambio, respecto de las cláusulas de vencimiento anticipado y demás cláusulas financieras de la obligación garantizada por la hipoteca debe proceder no a su inscripción sino a la transcripción de las mismas en los estrictos términos que resultan del título presentado, sin que pueda practicarse calificación alguna de ellas. Y, precisamente porque estas cláusulas no son susceptibles de calificación, tampoco puede la Registradora apreciar si son contrarias a normas imperativas o prohibitivas».

(54) «En definitiva, sólo una interpretación de los objetivos específicos del artículo 12 de la Ley Hipotecaria coordinada y ponderada con la normativa de protección de consumidores, unida a la posibilidad de apertura de la ejecución real hipotecaria con base en el artículo 130 de la Ley Hipotecaria y a los imperativos demandados por el ordenamiento comunitario, permiten definir el ámbito de la función calificadora del Registrador respecto de las cláusulas financieras y de vencimiento anticipado a la que se refieren el párrafo segundo del reiterado artículo 12 LH. Y el resul-

3.5. Acceso a la ejecución hipotecaria

Según se ha dicho, la posibilidad de ejecutar la hipoteca sobre la base de un supuesto de vencimiento anticipado viene determinada por el acceso al Registro de la cláusula en cuestión.

Es más, el acceso a la ejecución depende en gran medida del alcance de la calificación. La tesis de la DGRN de la mera publicidad noticia, además de ser extraña a nuestro sistema registral(55), no aporta a los prestamistas seguridad jurídica a la hora de ejecutar la hipoteca, pues el acceso al Registro de la estipulación no habrá sido consecuencia del hecho de haber superado con éxito la calificación, sino de haber quedado exenta de ese juicio(56).

Por el contrario, la Resolución de 1 de octubre de 2010 (R.J. 5273) despeja las dudas sobre la oponibilidad a terceros de estas cláusulas y confirma que el acreedor puede iniciar la ejecución sobre la base de las estipulaciones que han accedido al Registro(57).

Como razona CASAS ROJO(58), el legislador era plenamente consciente del alcance de la reforma del art. 12 de la Ley Hipotecaria: al estar contenidas en el asiento de inscripción las cláusulas financieras, estas pueden legitimar el ejercicio de la acción real hipotecaria.

---

tado necesario de tal interpretación impide asumir la exclusión absoluta de la calificación de las cláusulas financieras y de vencimiento anticipado, aunque sí una modalización en cuanto a su extensión. De este modo, dentro de los límites inherentes a la actividad registral, el Registrador podrá realizar una mínima actividad calificadora de las cláusulas financieras y de vencimiento anticipado, en virtud de la cual podrá rechazar la inscripción de una cláusula, siempre que su nulidad hubiera sido declarada mediante resolución judicial firme, pero también en aquellos otros casos en los que se pretenda el acceso al Registro de aquellas cláusulas cuyo carácter abusivo pueda ser apreciado por el Registrador sin realizar ningún tipo de valoración de las circunstancias concurrentes en el supuesto concreto. Ello supone que la función calificadora se limitará exclusivamente a la mera subsunción automática del supuesto de hecho en una prohibición específicamente determinada en términos claros y concretos. Dicho de otro modo, el control sobre dichas cláusulas deberá limitarse a las que estén afectadas de una tacha apreciable objetivamente (porque así resulte claramente de una norma que exprese dicha tacha), sin que puedan entrar en el análisis de aquellas otras que, por tratarse de conceptos jurídicos indeterminados o que puedan ser incluidos en el ámbito de la incertidumbre sobre el carácter abusivo (p.ej., basado en el principio general de la buena fe o el desequilibrio de derechos y obligaciones), sólo podrán ser declaradas abusivas en virtud de una decisión judicial».

(55) Sentencia del Tribunal Constitucional 87/1997, de 24 de abril (La Ley 5833/1997), que recuerda que nuestro sistema registral es de inscripción y no de transcripción, de modo que la inscripción supone un acto que cobra vida propia y produce efectos autónomos respecto de los documentos que sirven de base a la práctica de los asientos.

(56) Como apunta la Resolución de la DGRN de 1 de octubre de 2010 (R.J. 5273), cuando el acreedor ha promovido la ejecución sobre la base de una cláusula que ha accedido al Registro, el hecho de la calificación favorable constituye un fuerte argumento en contra de las peticiones de medidas cautelares que pretendan la suspensión de la ejecución: la apariencia de buen derecho sería en tal caso a favor de la adecuación a derecho de la estipulación.

(57) «Es cierto que se han levantado voces en defensa de la supuesta inoponibilidad de este tipo de cláusulas pero una interpretación en este sentido, no sólo vulneraría los principios rectores del sistema registral español, al permitirse el acceso al registro de un tipo de cláusulas carentes de eficacia alguna frente a terceros, sino que, además, resultaría contraria a lo establecido en el artículo 9 de la Ley Hipotecaria (RCL 1946, 886) y, muy en especial, al reformado artículo 130 del mismo cuerpo legal. Recuérdese que dicho precepto establece que «el procedimiento de ejecución directa contra los bienes hipotecados sólo podrá ejercitarse como realización de una hipoteca inscrita sobre la base de aquellos extremos contenidos en el título que se hayan recogido en el asiento respectivo». En consecuencia, al estar contenidas en el asiento de inscripción las cláusulas financieras y de vencimiento anticipado pueden legitimar el ejercicio de la acción real hipotecaria».

(58) CASAS ROJO, «Calificación de cláusulas de vencimiento anticipado en las hipotecas», *El Consultor Inmobiliario*, n.º 124, Junio de 2011, *Diario La Ley*, n.º 7655.

4. Opinión sobre la trascendencia real de las cláusulas de vencimiento anticipado y el acceso al Registro

Como apunta PRADA, la tesis de la DGRN parte de dar más importancia a la hipoteca (lo accesorio) que al préstamo (lo principal)[59]:

> «Lo que se inscribe no es a mi juicio la hipoteca sólo, sino la hipoteca en garantía de ese crédito, y para que el Registro cumpla su cometido de publicidad es imprescindible que en él aparezcan las condiciones fundamentales del crédito, al menos en tanto en cuanto puedan tener repercusión sobre la hipoteca. Limitar la inscripción a las llamadas cláusulas estrictamente reales de la hipoteca y expulsar del Registro cláusulas del crédito, que aun teniendo carácter obligacional pueden y deben producir consecuencias en la hipoteca, significaría vaciar de contenido el Registro y hacer estéril la inscripción del préstamo hipotecario».

El pacto de vencimiento anticipado surge del préstamo, pero por voluntad de las partes puede afectar a la hipoteca.

La pregunta es cuándo debe entenderse que una cláusula de vencimiento anticipado tiene trascendencia real y, en consecuencia, acceso al Registro.

Como punto de partida, debe rechazarse la tesis tradicional de la DGRN, según la cual las cláusulas financieras nunca tienen trascendencia real. Esta interpretación no es respetuosa con la voluntad de las partes: cuando acreedor y deudor acuerdan en la escritura de constitución de la hipoteca que esta se podrá ejecutar cuando se produzca, por ejemplo, una caída del valor de la finca hipotecada, es porque han querido hacer oponible esta estipulación a terceros. La situación será distinta si este pacto no se incluye en la hipoteca, sino tan sólo en el contrato de préstamo, porque las partes no han querido dar trascendencia real a la cláusula.

La trascendencia real es un *prius* de la calificación y, si esta es favorable, de la constancia registral. Así, sólo cuando se entienda que una cláusula financiera tiene trascendencia real será objeto de calificación y, de ser esta favorable, será inscrita. Por el contrario, las cláusulas financieras que no tengan trascendencia real quedarán excluidas del Registro.

Si se lee con detenimiento, el segundo párrafo del art. 12 LH no necesariamente justifica el parecer de la DGRN, que insiste en negar trascendencia real a las cláusulas de vencimiento anticipado. Recordamos su redacción actual:

> «**Las cláusulas de vencimiento anticipado y demás cláusulas financieras** de las obligaciones garantizadas por hipoteca a favor de las entidades a las que se refiere el artículo 2 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, **en caso de calificación registral favorable de las cláusulas de trascendencia real**, se harán constar en el asiento en los términos que resulten de la escritura de formalización».

(59) PRADA, *Diario La Ley,* 1989, p. 1115.

Sin forzar su texto, de este precepto cabe también entender que las cláusulas de vencimiento anticipado pueden tener o no trascendencia real, según los casos, de manera que sólo serán objeto de calificación las que en efecto la tengan.

La sentencia de la Audiencia Provincial de Tarragona de 1 de abril de 2011 (R.J. 1178), al revocar la sentencia que confirmó la resolución de la DGRN de 24 de julio de 2008 (R.J. 7718) contiene una serie de pronunciamientos que constituyen un avance significativo en la interpretación del art. 12 de la Ley Hipotecaria.

Recordamos que la Resolución de 24 de julio de 2008 confirmaba la ausencia de trascendencia real de estas cláusulas y las excluía de toda calificación, por lo que tan sólo permitía su acceso al Registro «a través de su mera transcripción y con efecto de "mera publicidad noticia"».

Pues bien, la Audiencia Provincial va más allá de lo que había avanzado la doctrina de ese Centro Directivo (a la que sin embargo alude como fundamento de su tesis):

> «Partiendo de lo anterior, resulta evidente que el párrafo segundo del artículo 12 de la L.H. no puede determinar la exclusión de la calificación registral de las cláusulas de vencimiento anticipado si las mismas poseen trascendencia real, pues su inscripción en el Registro de la Propiedad determina su integración en el artículo 130 de la Ley Hipotecaria , gozando de la presunción de validez y exactitud de los asientos del registro, por lo que han de ser calificadas por quien dota al asiento de tal presunción».

El avance en la interpretación del art. 12 LH es significativo:

— En primer lugar, y esto es lo más novedoso en el plano doctrinal, esta Sentencia admite la posibilidad de que las cláusulas de vencimiento anticipado tengan trascendencia real.

— En segundo término, considera que estas cláusulas gozan de la presunción de validez y exactitud de los asientos del Registro, y recuerda que nuestro sistema registral es de inscripción, y no de transcripción.

— En consecuencia, reconoce la necesidad de calificación de estas cláusulas.

— Finalmente, confirma el acceso a la ejecución sobre la base de las estipulaciones que hayan sido inscritas.

Consciente de que su planteamiento pone el acento en la trascendencia real, intenta aclarar este concepto, que remite a la posibilidad de que el hecho en cuestión pueda o no condicionar la ejecución hipotecaria[60].

---

(60) «De esta forma, frente al confusionismo conceptual que deriva de las múltiples valoraciones que se exponen en los escritos obrantes en los autos, parece oportuno en este punto realizar un mínimo esfuerzo clarificador que nos lleva a concluir que:

1.º) Para saber si un pacto tiene o no trascendencia real, hay que atender a si condiciona o no de algún modo la acción hipotecaria. Tendrán eficacia personal las que tan sólo condicionen el ejercicio de la acción personal derivada del préstamo y, por ende, se dirijan contra el deudor en su condición de tal.

2.º) En la medida en que el pacto de vencimiento anticipado habilite y condicione el ejercicio de la acción hipotecaria, resulta que tal causa de vencimiento tienen trascendencia real.

Esta sentencia insiste en que la trascendencia de la cláusula en cuestión viene determinada por la voluntad de las partes, como no podría ser de otro modo[61].

Este planteamiento es coherente: si, sobre la base del principio de autonomía de la voluntad (con los límites antes expuestos), se permite a las partes dotar de trascendencia real a un supuesto de vencimiento anticipado, de modo que este accede al Registro, la consecuencia será que el acreedor tendrá acceso a la ejecución, en los términos que resulten del asiento registral.

Ahora bien, la calificación registral impedirá el acceso al Registro de las cláusulas que contravengan norma imperativa. En cuanto a la ejecución, el Juez actuará como filtro, rechazando el vencimiento anticipado que se haya basado en circunstancias que carezcan de la entidad necesaria.

V. EL CONCURSO Y LAS CLÁUSULAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO

La declaración de concurso no produce, por sí sola, el vencimiento de las obligaciones a plazo. Sin embargo, no hay razón para negar la validez o la eficacia de las cláusulas de vencimiento anticipado en caso de concurso.

Para el prestamista, la declaración de vencimiento anticipado frente a un deudor en concurso sigue teniendo sentido. En caso de que se alcance un convenio (salvo estipulación en contrario), la espera se computará desde el vencimiento de cada obligación. Por otra parte, sea cual fuere el desenlace del concurso, en tanto que no se produzca el vencimiento anticipado no podrá el acreedor iniciar acciones contra el deudor (p.ej., ejecutar garantías cuando no se trate de bienes afectos o, siendo estos, cuando haya transcurrido un año desde la declaración de concurso) o contra los garantes.

1. La pérdida del plazo no es consecuencia de la declaración de concurso, sino de la apertura de la liquidación, salvo pacto en contrario

Según se ha razonado, el art. 1129 del Código Civil debe entenderse derogado por el art. 146 de la Ley Concursal, de modo que no cabe entender que la declaración de concurso produce la pérdida del plazo, sino a partir del momento en que se declara la apertura de la

---

3.º) Si ello es así, esto es, si el plazo de duración de la obligación garantizada tiene trascendencia real (y parece claro que así es como deriva de su obligatoria mención a que hace referencia el párrafo 1.º del artículo 12 de la L.H.), y a la vez el vencimiento anticipado decide inevitablemente la duración de la obligación garantizada posibilitando el ejercicio de la acción hipotecaria, es evidente que tales cláusulas tienen trascendencia real».

(61) «El hecho de que por acuerdo de las partes se configuren diversas causas de vencimiento anticipado como causas susceptibles de desencadenar la acción real (así se convenía en la escritura por referencia a cualquiera de estas obligaciones), determina que el acceso al Registro implique su oponibilidad *erga omnes* y su eficacia real al margen de su previa valoración. Y tal acceso al Registro no significa que tenga eficacia de mera publicidad noticia, pues como dice la D.G.R.N. en sus últimas resoluciones, ello evidencia de forma incontestable que el legislador, ai señalar en el artículo 130 de la L.H. que la ejecución directa de los bienes hipotecados deberá realizarse sobre la base de aquellos extremos contenidos en el título y que se hayan incorporado al asiento respectivo, sin hacer exclusión alguna de estos extremos y con independencia de su naturaleza, era plenamente consciente de la inclusión en el mencionado precepto de las cláusulas de vencimiento anticipado a que se refiere el art. 12 de la L.H.».

liquidación. La pérdida del plazo, por tanto, se produce *ope legis* al iniciarse la liquidación, no antes.

El hecho de que el deudor conserve en principio el plazo tras la declaración de concurso no altera el carácter concursal de la obligación de restitución con vencimiento posterior a tal declaración(62). El listado de acreedores deberá recoger tanto la deuda vencida como la no vencida(63).

2. La validez y eficacia de las cláusulas de vencimiento anticipado por razón de la declaración de concurso

Es nuestro derecho, siempre se ha considerado válido y eficaz el pacto que faculta al prestamista para declarar el vencimiento anticipado de la obligación por razón de la declaración de insolvencia del prestatario(64).

Tras la entrada en vigor de la Ley Concursal, la situación no ha cambiado(65). Así se deduce con claridad de la Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de diciembre de 2009 (La Ley 273170), cuando rechaza la validez de una cláusula referida en general al deterioro de la solvencia del deudor: «sería perfectamente aplicable como cláusula de vencimiento anticipado, pero la cláusula va más allá, pues no se refiere a insolvencia, sino a que se haya acordado un embargo o resulte disminuida la solvencia, y ello supone atribuir a la entidad financiera una facultad discrecional…».

La Ley Concursal tan sólo rechaza la resolución *ex concursu* en relación con los contratos bilaterales pendientes de cumplimiento (art. 61.3 de la Ley Concursal)(66).

Como antes se ha dicho, el préstamo es un contrato unilateral. Cuando se declara el concurso del prestatario tan sólo existe a su cargo una obligación de restitución, que quedará sometida al concurso (art. 61 de la Ley Concursal).

La diferencia entre los dos escenarios es evidente. El art. 61.3 de la Ley Concursal trata de preservar la integridad de los vínculos jurídicos en los que es parte el deudor, en aras de

---

(62) PIÑEL, «Efectos del concurso sobre los acreedores, los créditos, los contratos y los actos perjudiciales para la masa», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm. 2 (2005) razona que, de lo contrario, se llegaría al absurdo de dar un tratamiento distinto (crédito contra la masa y crédito concursal) a dos créditos idénticos, por el mero hecho de que sean de vencimiento anterior o posterior a la declaración de concurso.

(63) El art. 85.3 LC obliga al acreedor a indicar en la comunicación de créditos el plazo de vencimiento de su crédito. La regla de cómputo del art. 88 LC confirma esta conclusión, cuando se refiere a las deudas dinerarias futuras.

(64) La jurisprudencia anterior a la entrada en vigor de la Ley Concursal admitía la validez de estos pactos. Por ejemplo, la Audiencia Provincial de Barcelona (sentencia de 1 de abril de 2000, La Ley 72981/2000) exigía que estas cláusulas se basaran en una causa justa y objetiva, y ponía como ejemplo «aquellas derivadas de una insolvencia sobrevenida del deudor o claro peligro de no poder atender a la debida prestación como son la incoación de un procedimiento concursal».

(65) La situación no ha cambiado tras la entrada en vigor de la Ley Concursal. Así, la sentencia de la Audiencia Provincial de León de 27 de mayo de 2009 (R.J. 291148) reconoce que «la incoación de un procedimiento concursal es un presupuesto de vencimiento anticipado del préstamo hipotecario, porque es práctica habitual pactarlo así (y en este caso se pactó) y porque lo prevé el Código Civil en el apartado 1.º de su artículo 1129».

(66) *Comentarios a la Ley Concursal*, Coord. BERCOVITZ, p. 1571: «aunque la validez de estos pactos ha sido discutida por la doctrina, la legislación concursal no los ha prohibido, a diferencia de lo que ha hecho con la facultad resolutoria en virtud de la declaración de concurso (art. 61.3 LC)».

la continuación de su actividad. Este no es el caso del préstamo, en el que sólo queda una obligación de restitución, a cargo del prestatario.

Por tanto, tampoco son aplicables al préstamo las disposiciones que la Ley Concursal refiere a los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, esto es, los arts. 61.2 y siguientes[67]. En particular, la declaración de vencimiento anticipado no exige pronunciamiento del Juez del concurso por medio de un incidente concursal.

CONCLUSIONES

1. En los contratos de préstamo con garantía hipotecaria, son válidas las cláusulas financieras de vencimiento anticipado, siempre que respeten los límites a la autonomía de la voluntad que establece la ley imperativa, fundamentalmente, el art. 1256 del Código Civil, que prohíbe dejar el cumplimiento del contrato al arbitrio de una de las partes y, dentro de su ámbito de aplicación, la legislación sobre condiciones generales y protección de los consumidores.

2. Con arreglo a nuestro derecho civil, no hay razón para cuestionar la validez y eficacia de la mayor parte de los supuestos de vencimiento anticipado que se recogen en los contratos de préstamo, sea por falta de veracidad de las manifestaciones y garantías o por incumplimiento de las obligaciones del prestatario (entre ellos los que se refieren al incumplimiento de obligaciones financieras). Como excepción, la declaración de vencimiento anticipado sobre la base de estas estipulaciones podrá ser cuestionada cuando el supuesto que se ha producido carezca de la entidad necesaria para producir este efecto, a partir de un análisis subjetivo y objetivo.

3. En el plano procesal, la evolución de la doctrina de la DGRN hace que hoy en día no se pueda discutir el derecho del acreedor a ejecutar la hipoteca cuando se haya producido un supuesto de vencimiento anticipado al que se haya dado constancia registral.

4. En el plano registral, la doctrina tradicional de la DGRN, contraria al acceso al Registro de estas cláusulas por entender que carecen de trascendencia real, se ha visto desbordada por las necesidades del tráfico. Tras la reforma del art. 12 de la Ley Hipotecaria, se ha ido admitiendo el acceso al Registro de las cláusulas de vencimiento anticipado, con la consecuencia de hacer posible la ejecución hipotecaria, aunque la doctrina del Centro Directivo es todavía vacilante a la hora de precisar el alcance de la calificación. El final de este camino sólo puede ser el reconocimiento de la libertad contractual a la hora de atribuir trascendencia real a estas cláusulas, que deben acceder al Registro con plenitud de efectos y con plena sujeción a la calificación.

5. La validez y eficacia en caso de concurso de los pactos de vencimiento anticipado está fuera de toda duda, pues no les resulta aplicable la prohibición del art. 61.3 de la Ley Concursal.

---

(67) El auto del Juzgado de lo Mercantil de San Sebastián de 29 de septiembre de 2005 ha trasladado al ámbito concursal las consideraciones de la jurisprudencia antes citada sobre el carácter unilateral del contrato de préstamo.

Crónica

CUESTIONES DE ACTUALIDAD EN RELACIÓN CON LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS*

MANUEL OLIVENCIA RUIZ

Consejero de BME
Catedrático Emérito de Derecho Mercantil

En mi doble carácter de Consejero de esta Casa y Catedrático Emérito de Derecho Mercantil, asumo el honor de la presentación innecesaria de esta Jornada. Ha bastado la convocatoria para conseguir su primer éxito: la numerosa y autorizada audiencia, atraída por el interés del tema y por el prestigio de los especialistas que van a coordinar las mesas, a desarrollar sus diversas materias y a clausurar la Jornada.

Todo se debe a la feliz iniciativa conjunta de BME y del INSTITUTO DE DERECHO DEL MERCADO Y DE LA COMPETENCIA, de la UNIVERSIDAD «REY JUAN CARLOS», representados en la codirección de la Jornada por los Profesores Luis M.ª CAZORLA PRIETO y Alberto ALONSO UREBA, respectivamente, antes de directores, organizadores de la Jornada, y confeccionadores del programa, que en el argot taurino se llamaría un «cartel rematado» por la calidad de los intervinientes. Mi felicitación a aquéllos y gracias a éstos por haber aceptado la invitación.

***

Se nos convoca para tratar de las sociedades cotizadas en el escenario del que son principales protagonistas, sobre las tablas del parqué de este Palacio de la Bolsa, que, con todo respeto a la cibernética, sigue siendo «lugar y casa de contratación», como lo llamaba nuestro vetusto Código de comercio.

Y se nos convoca para tratar de «cuestiones de actualidad», de «novedades legislativas», esto es, de asuntos planteados por una regulación reciente, carente aún de la duración necesaria para despejar las dudas interpretativas y facilitar la aplicación de las normas. El interés de lo nuevo, de lo actual, radica en la incertidumbre.

Pero me van a permitir que en esta presentación comience por hablar de «cuestiones de antigüedad», no por mi condición de «más viejo del lugar» (de contratación, en este caso), que inclina a retroceder a los «antecedentes históricos», sino al contrario, porque para resaltar las «novedades» no hay más remedio que remontarse a lo anterior, a lo precedente. «Novedad» es término relativo que sólo tiene sentido en contraste con lo pretérito, en relación con el antes; el cambio de «viejo a nuevo».

***

* Presentación realizada por el autor de la Jornada que con ese mismo título tuvo lugar en el Palacio de la Bolsa de Madrid el pasado 1 de febrero de 2012, organizada por Bolsas y Mercados Españoles y por el Instituto de Derecho del Mercado y de la Competencia de la Universidad «Rey Juan Carlos I».

No voy a hacer un estudio histórico. Me basta viajar a la distancia de hace sólo 10 años. En 2001, el Ilustre Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España organizó unas Jornadas sobre *Las sociedades cotizadas*, en las que tuve el honor de participar con una ponencia titulada «Hacia un estatuto jurídico de la sociedad cotizada» (se publicó en mis *Escritos Jurídicos*, El Monte, Sevilla, 2005, II, § 50, pp. 347 a 365). Decía yo entonces, y sigo afirmando, que la «sociedad cotizada» no es técnicamente un «tipo social», sino una sociedad caracterizada por la presencia de sus títulos en un mercado oficial de valores. Es «sociedad cotizada» la emisora de títulos «cotizados en bolsa», porque, en rigor, son éstos lo que se cotizan en el mercado regulado por la Ley del Mercado de Valores (LMV), 24/1988, de 28 de julio, y sus muchas modificaciones posteriores. La condición de cotizada sólo se adquiere cuando una sociedad emisora obtiene la admisión a negociación en bolsa de la totalidad o parte de sus acciones.

Denunciaba yo en aquel trabajo la escasez legislativa sobre la materia, tanto en el Derecho de sociedades como en el del mercado de valores.

La circunstancia de cotizar en bolsa incide en los rasgos de la sociedad emisora; en primer lugar, surge la cuestión «cuantitativa» de dimensión de la sociedad, de «gran sociedad», de la cifra mínima de su capital y del porcentaje destinado a cotización, del número de accionistas, magnitudes mensurables que regula el Derecho.

Esas magnitudes influyen a su vez en las cuestiones «cualitativas» que plantean las cotizadas, como sociedades «abiertas», de libre acceso a la condición de accionista y libre transmisión de ésta, de su estructura orgánica, de la forma de representación de las acciones, de la posición de accionista, de sus derechos e intereses (y «desintereses», como de los accionistas pequeños y de las institucionales respecto del poder, y el desplazamiento de éste, desde la junta al consejo).

Denunciaba yo en aquel trabajo la carencia en el Derecho de sociedades de un estatuto jurídico de la sociedad cotizada. En la primera Ley de Sociedades Anónimas, de 1951, y en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA), de 1989, sólo encontrábamos referencias a las acciones cotizadas, no a las sociedades emisoras. Por limitarme a este último, citaré el supuesto de enajenación de las acciones del accionista moroso (art. 45.2), o del depósito de los títulos emitidos en lugar de los anulados (art. 59.3), o de fijación del valor del reembolso en casos de separación (arts. 147.2; 149.2; 225.3), o de oferta pública para su suscripción en aumento de capital (art. 160 y disposición adicional 1.ª 3). En todos estos supuestos, la norma se refería a las acciones cotizadas, no a la sociedad.

Es la Ley 37/1998, de modificación de la LMV, la que introduce en el TRLSA (art. 50.3, párrafo final, y 92 bis) las expresiones «sociedades no cotizadas» (disposición adicional 15.ª de la Ley 37/1998) y «sociedad cotizada» (arts. 91 y 92 bis), en relación con las acciones sin voto y las acciones rescatables.

Otra modificación del TRLSA, por Ley 55/1998, de 29 de diciembre, a raíz del asunto de las *stock options*, introduce en sus arts. 71.1.º, párrafo tercero, 130 y nuevas adicionales tercera y cuarta, la expresión «sociedades cotizadas».

Son reformas «ortopédicas», para resolver casos concretos, que no permiten construir un estatuto propio de estas sociedades. Pero cuando yo escribí aquel trabajo, en 2001, ya me refería a dos pilares que habían de ser fundamentales en la elaboración del estatuto de las Sociedades cotizadas.

En el orden cronológico, el primero de estos pilares fue el movimiento de *«corporate governance»*, de reforma del gobierno de las sociedades cotizadas, que en España había generado el Informe *El Gobierno de las Sociedades*, con el correspondiente *Código de Buen Gobierno* (Madrid, 1998). Por especial mandato del Consejo de Ministros, presidido por José M.ª AZNAR, con la Vicepresidencia económica de Rodrigo RATO, el Informe se abstuvo de proponer iniciativas legislativas; se limitó a abordar un diagnóstico de las sociedades cotizadas y a formular un repertorio de medidas de buen gobierno, de asunción voluntaria todas, incluso la de publicar el seguimiento de sus «recomendaciones».

El otro pilar fue, en la doctrina española, el importantísimo discurso de ingreso en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación del Prof. Fernando SÁNCHEZ CALERO, *La Sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de Sociedades* (Madrid, 2001), una aportación modelo del papel que representan los juristas en la labor de confeccionar buenas leyes, de prepararlas, orientando al legislador, aconsejándole sobre sus límites y sobre el modo de conseguir sus fines, como dice F. DE CASTRO. Esa pieza básica en la construcción del estatuto de las sociedades cotizadas abrió pronto un camino seguro hacia la meta.

En 2002, se presenta la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles* (PCSM), elaborada por la Ponencia Especial presidida por el Prof. SÁNCHEZ CALERO y aprobada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación (CGC) el 16 de mayo de ese año, cuyo Libro III se dedica a las *sociedades cotizadas*, con sus especialidades en materias de acciones y obligaciones, órganos sociales, aumento y reducción de capital (arts. 366 a 444); un verdadero estatuto de esta clase de sociedades.

En 2003, el *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas* (Informe ALDAMA), encargado por el segundo Gobierno del PP, sí propuso ya entre sus recomendaciones un «soporte normativo adicional». El legislador se había anticipado con la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que introdujo en la LMV una disposición adicional 18.ª, haciendo obligatoria la existencia del Comité de Auditoría para las sociedades cotizadas.

La recomendación de ALDAMA fue rápidamente acogida por el legislador. La Ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, incluyó en la LMV un nuevo Título X, dedicado a éstas.

Esa ubicación legal, distinta de la formulada en la PCSM, refleja una cuestión de competencia entre Departamentos ministeriales (Economía y Justicia), que no quedó zanjada en 2003.

En 2006, el *Código Unificado de Buen Gobierno* (Código CONTHE), más imperativo que sus precedentes, formuló en su Anexo II Recomendaciones al Gobierno en relación con las sociedades cotizadas, para que revise los deberes de información, el plazo máximo de nombramiento del presidente del Comité de Auditoría, y para que estudie posibles mecanismos de coordinación de los pequeños accionistas, la modificación del régimen de emisión por la propia sociedad de tarjetas de asistencia, de la impugnación de acuerdos sociales y de la responsabilidad de los administradores.

La Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, es la que abre el camino de «rescate» de las sociedades cotizadas, al incluir

el Capítulo X de la LMV entre los textos legales sobre los que se habilita al Gobierno a refundir en la Ley de Sociedades de Capital.

El RD Legislativo 1/2010, de 2 de julio, Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC), dedicó a esta materia un elocuente párrafo de su E. de M. (IV, *in fine*) para distinguir entre el aspecto «societario», que queda integrado en el Texto, y el «financiero», propio de la LMV. Pero la llamada Ley de Economía Sostenible, 2/2011, de 4 de marzo, introdujo en la LMV los arts. 61 bis y 61 ter (Capítulo VI, «Del Informe Anual sobre Gobierno Corporativo») con la peculiar votación «consultiva» en materia de retribuciones.

El TRLSC dedica el Título XIV a las sociedades anónimas cotizadas (arts. 495-528). Al año de su promulgación, ya ha sido modificado el TRLSC por Ley 25/2011, de 1 de agosto, que afecta también a la LMV y a la LME.

Añádase a esta normativa con rango de Ley la desarrollada por las Circulares de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), sobre todo en materia de información del seguimiento del CUBG, y además, la muy compleja regulación financiera que obliga a las sociedades cotizadas.

Nos hallamos ante una legislación prolija y cambiante, que obliga a las sociedades cotizadas a cambiar también sus reglas de funcionamiento, sus estatutos y sus reglamentos, y que afectan no sólo a su estructura sino a sus actividades. Una normativa determinada, además, por la de la UE, no sólo por la trasposición de sus directivas, obligación que explica muchas de las reformas, sino por sus informes sobre la materia, en un mercado cada vez más globalizado.

Pero eso son ya «cuestiones de actualidad», que yo me limito a anunciar. La conclusión de mis «cuestiones de antigüedad» es que de la penuria legislativa que yo denunciaba en 2001 hemos pasado a una hiperregulación, confusa y cambiante —lo contrario de la seguridad jurídica proclamada por nuestra CE—, que también denuncio y que hace de los juristas profesionales de esta materia —especialmente, de los secretarios de las cotizadas, a quienes se confía el control de legalidad de su estructura y de su funcionamiento, y de los asesores, en general— unos arriesgados defensores del Derecho en el esfuerzo extraordinario por mantener puntual y constantemente ajustadas a sus normas y a las exigencias del regulador a las sociedades cotizadas.

Mi reconocimiento a esa labor y mi esperanza de que reuniones como ésta contribuyan a detectar las cuestiones jurídicas planteadas por las nuevas normas, a alumbrar soluciones y a favorecer, en fin, la realización del Derecho, su interpretación y su aplicación, función primordial del jurista.

Para concluir, me separo del pasado y del presente para augurar un buen futuro: que el régimen legal de las sociedades cotizadas quede pronto claramente definido en el Código Mercantil que prepara la Sección Segunda de la CGC y que el Ministro de Justicia, Alberto RUIZ GALLARDÓN, ha situado entre las prioridades legislativas del nuevo Gobierno. Con vuestra colaboración, ese objetivo se alcanzará: una regulación racional de nuestro Derecho de Sociedades y, dentro de él, del estatuto jurídico de las cotizadas.

Vuelvo al argot taurino: «He puesto al toro en suerte; ahora, hay que lidiarlo». Muchas gracias.

DEPÓSITO EN GARANTÍA (UN EJEMPLO NORMATIVO DESDE EL FUERO NUEVO DE NAVARRA)

RAFAEL LARA GONZÁLEZ

Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Pública de Navarra

RESUMEN

No es extraña la utilización de distintos contratos con fines de garantía. Las variedades de estos negocios son múltiples y plantean, en cada caso, diversos problemas jurídicos. Ni en el Derecho civil común ni en la generalidad de los Derechos autonómicos con competencia en la materia existe una regulación del «depósito en garantía». Rara avis en el panorama normativo apuntado se sitúa la ley 474 del Fuero Nuevo de Navarra. En este artículo se apuntan precisamente unas notas de aproximación a este singular contrato de garantía con forma de depósito.

Palabras clave: *Garantías; depósito con función de garantía; derecho civil foral.*

ABSTRACT

It is not strange to use different contracts for security purposes. The varieties of these businesses are numerous and pose, in each case, several juridical problems. Neither the common civil law or the generality of autonomous competence in this area there is a regulation of «escrow». Rara avis in the regulatory landscape lies aimed article 474 of the New Charter of Navarre. In this paper I aim just a few notes of this unique approach to contract as a deposit guarantee.

Key words: *Guarantees; escrow; civil law of Navarre.*

SUMARIO

I. LAS GARANTÍAS REALES EN EL FUERO NUEVO DE NAVARRA.

1. La función común de las garantías reales.
2. Las «garantías» en el Fuero Nuevo.
3. La utilización de negocios jurídicos con fines de garantía.

II. EL DEPÓSITO EN GARANTÍA.

1. Antecedentes históricos.
2. El fin (anómalo) del depósito: la función de garantía.
3. Depósito en garantía *adversus* derecho de retener en prenda del depositario.
4. Contrato real y no formal.
5. Partes intervinientes.
6. Los objetos susceptibles de depósito en garantía: dinero u otras cosas fungibles.
7. Depósito en garantía y depósito irregular.

8. Depósito en garantía y depósito en interés de tercero.
9. La restitución de la cosa depositada en garantía.
10. El depósito en garantía en la jurisprudencia foral.

I. LAS GARANTÍAS REALES EN EL FUERO NUEVO DE NAVARRA

1. La función común de las garantías reales

Las garantías reales conforman una de las instituciones fundamentales de lo que se viene denominando la tutela conflictual del crédito. No en vano la evolución histórica de las garantías reales ha hecho de éstas uno de los instrumentos más utilizados para la financiación de actividades económicas. Así, la función de las garantías reales es incrementar la protección de un determinado derecho de crédito. El derecho de preferencia atribuido al crédito reduce las probabilidades de impago del mismo y, por lo tanto, disminuye el riesgo asumido por el acreedor. Ordinariamente se ha entendido, en efecto, que la existencia de las garantías reales responde a una necesidad vivamente sentida en el mercado del crédito. La ciencia económica ortodoxa ha sostenido que gracias a la existencia de las garantías reales el recurso a la financiación es más fácil y barato, con lo que se coadyuva a la expansión del crédito y al consiguiente desarrollo de la economía(1). En definitiva, al acreedor que quiere asegurar su crédito le interesa disponer de la facultad de realizar un valor económico, que sustrae a la disponibilidad de su titular y que afecta al cumplimiento de la obligación garantizada(2).

2. Las «garantías» en el Fuero Nuevo

Una de las notas más originales del Fuero Nuevo de Navarra se encuentra en la particular concepción que presenta en materia de garantías reales(3). En efecto, en el ámbito del Derecho civil común español tres han sido tradicionalmente las formas básicas de garantías reales conocidas: prenda (con desplazamiento), hipoteca (inmobiliaria) y anticresis. Ahora bien, el apego a dichas figuras no ha impedido una cierta ampliación, entendida ésta como especialización en cuanto a los requisitos, del catálogo de garantías en aras de facilitar crédito y financiación. Prueba de ello fue sin duda la hipoteca naval, la prenda sin

(1) *Vid*. GARRIDO, J.M.ª, *Garantías reales, privilegios y par condicio. Un ensayo de análisis funcional*, Madrid: Centro de Estudios Registrales, 1999, pp. 25 y 26.

(2) Por todos, OLIVENCIA, M., «Introducción al estudio de las garantías mobiliarias en el Derecho Mercantil», en *Tratado de garantías en la contratación mercantil* (Coords. Ubaldo Nieto Carol y Miguel Muñoz Cervera), II-1, Madrid: Civitas, 1996, p. 52. En efecto, el acreedor quiere algo más que la simple garantía del artículo 1.911 del Código Civil y así suele exigir que se añada otro patrimonio responsable —fianza— o bienes concretos que respondan con preferencia y exclusividad del crédito existente.

(3) *Sic* SABATER BAYLE, E., «Las garantías reales en el Derecho civil navarro», en *Garantías reales mobiliarias en Europa* (Eds. M.ª Elena Lauroba y Joan Marsal), Madrid: Marcial Pons, 2006, p. 399.

desplazamiento y la hipoteca mobiliaria, los pactos de prohibición de disponer y de reserva de dominio. Asimismo, se ha producido una adaptación de las garantías existentes a los nuevos activos que han irrumpido en el tráfico (*v.gr. warrants* o prenda de valores anotados en cuenta). En este mismo sentido, también puede encuadrarse la venta en garantía(4).

Por su parte, el Derecho civil foral navarro en la Recopilación Privada ya recogía unas disposiciones generales comunes a todas las garantías reales y que servían de pórtico para el estudio específico de cada una de ellas(5). La ley 476 de la mencionada Recopilación Privada preveía que «el cumplimiento de una obligación o los efectos de su incumplimiento podrán asegurarse con *prenda, hipoteca, anticresis, derecho de retención, pacto de retracto, reserva de dominio, condición resolutoria, prohibición de disponer u otras cualesquiera otras formas* de garantía real o personal»(6). Por su parte, la ley 463 del Fuero Nuevo añade a las garantías reales ya señaladas en la Recopilación Privada la «fiducia», las «arras» y el «depósito de garantía». Sin duda, la regulación navarra en este punto fue reflejo de un estado doctrinal ciertamente avanzado(7).

Ahora bien, se ha afirmado que si se analizan los antecedentes históricos de las garantías reales en Derecho navarro ha de concluirse que ni las arras, ni la prenda, ni la hipoteca, anticresis, *fiducia cum creditore*, venta con pacto de retro o con reserva de dominio han tenido en Navarra un desarrollo diferente al del Derecho común español o al resto de los derechos forales(8). En la redacción del Fuero Nuevo se aprovechó pues el acervo conceptual sobre las garantías reales para regular figuras hasta entonces atípicas en el Derecho común español como la fiducia, la retención convencional, la venta con pacto de retro en garantía, la prohibición de disponer o venta con reserva de dominio, así como el depósito en garantía.

3. La utilización de negocios jurídicos con fines de garantía

No es extraña la utilización de negocios jurídicos con fines de garantía toda vez que el limitado ámbito de autonomía de la voluntad en materia de derechos reales de garantía provoca una reacción de los intereses a través de vías indirectas, esto es, de la utilización con fines de garantía de figuras jurídicas reconocidas en el ordenamiento para otros fines. Las

---

(4) Cfr. VEIGA COPO, A.B., «Hacia la globalidad de las garantías reales. De las garantías ómnibus, globales y futuras a las garantías financieras», en *Créditos, garantías y concurso. Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Ruiz de Velasco* (Coord. Abel B. Veiga Copo), Cizur Menor: Civitas Thomson Reuters, 2010, pp. 70 y 71.

(5) SALINAS QUIJADA, F., *Manual de Derecho Civil Navarro*, Pamplona: Aranzadi, 1980, p. 233.

(6) La cursiva es nuestra y se realiza con la finalidad de resaltar las figuras de garantía referidas por la norma reproducida.

(7) En este sentido, SABATER BAYLE, E., «Las garantías reales en el Derecho civil navarro», cit., p. 401. Acerca de las disposiciones generales de las garantías reales en el Fuero Nuevo, *vid*. DORAL GARCÍA, J.A., «Comentario a las leyes 463 a 465», en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales* (Dirs. Manuel Albaladejo y Silvia Díaz Alabart), XXXVIII-1.º, Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 2002, pp. 870 a 889, así como OZCÁRIZ MARCO, F., «Comentario a las leyes 463 a 465», en *Comentarios al Fuero Nuevo. Compilación del Derecho Civil Foral de Navarra* (Dir. Enrique Rubio Torrano), Cizur Menor: Aranzadi, 2002, pp. 1557 a 1564.

(8) *Sic* GIMENO GÓMEZ-LAFUENTE, J.L., «Garantías reales en Navarra», *Revista Jurídica de Navarra*, núm. 33-II, 2002, pp. 29 y 30.

variedades de estos negocios son múltiples[9] y plantean, en cada caso, diversos problemas jurídicos, habiéndose indicado que la cuestión es determinar si en tales supuestos se actúa dentro de los límites que el artículo 1.255 del Código Civil y las leyes 7, 8, 9 y 17 del Fuero Nuevo imponen a la libertad de pacto o si se produce daño a tercero[10]. Ni en el Derecho común ni en la generalidad de los Derechos autonómicos con competencia en la materia existe una regulación especial del contrato de depósito en función de garantía siendo, por consiguiente, necesario examinar la figura desde teorías integradoras[11].

Además, la doctrina española que se ha acercado a la figura del depósito en garantía lo ha hecho desde una perspectiva concreta, centrando su configuración en el depósito de dinero pactado por el acreedor y el deudor, mediante el cual una determinada cantidad de efectivo se entrega en poder de un tercero con instrucciones de restitución en función de que ocurran unas u otras contingencias previstas en el contrato, figura a la que se le ha denominado «depósito bilateral»[12]. No obstante, también se ha considerado que estos depósitos se prestan en poder del propio acreedor, en cuyo caso adoptan la forma de una prenda irregular que funciona como una prenda de crédito eventual de restitución a favor del deudor, con ejecución por medio de compensación, pero puede tratarse de depósito realizado por el deudor en poder de un tercero, cuyo crédito de restitución igualmente pignora a favor del acreedor. Asimismo, se ha advertido que puede prescindirse de cualquier estructura pignoraticia y simplemente constituirse un depósito con estipulación a favor de tercero, en una técnica que en el fondo responde a una cesión fiduciaria en garantía del crédito de restitución. Así como, finalmente, puede constituirse un depósito en poder de un tercero, con una determinación eventual y condicionada del acreedor que estará legitimado para ejercer el derecho de recobro de las cantidades depositadas[13].

Rara avis en el panorama normativo apuntado se sitúa la ley 474 del Fuero Nuevo de Navarra a cuyo tenor, su párrafo primero, dispone: *«para garantía del cumplimiento de una obligación puede constituirse a favor del acreedor un depósito de dinero u otras cosas fungibles. El acreedor adquiere la propiedad de las cosas depositadas en su poder con obligación de restituirlas al depositante, si procediere, conforme a lo establecido en el contrato»*, y su párrafo segundo señala que *«cuando el depósito se haga en poder de un tercero, éste quedará obligado a entregarlo al acreedor o a restituirlo al depositante,*

---

(9) A modo de ejemplo *vid*. GINÉS CASTELLET, N., *La enajenación de bienes inmuebles con fin de garantía*, Madrid: Colegio de Registradores de la Propiedad, Mercantiles y Bienes Muebles de España, 2004, *passim*.

(10) Con alusión exclusiva al referido precepto del Código Civil, OLIVENCIA, M., «Introducción al estudio de las garantías mobiliarias en el Derecho Mercantil», cit., pp. 53 y 54.

(11) NAVARRETE CANO, M.ª R., *La obligación de guarda del vendedor*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2003, pp. 101 y 102, en esta línea, concluye en la admisión del depósito con función de garantía en el Derecho común español *ex* artículo 1.255 del Código Civil.

(12) CARRASCO PERERA, A., «La prenda de créditos», en *Tratado de los Derechos de Garantía*, Cizur Menor: Aranzadi, 2002, pp. 894 y ss., seguido por CORTIÑAS RODRÍGUEZ-ARANGO, C., «La prenda», en *Instituciones de Derecho Privado* (Coord. Juan Francisco Delgado de Miguel), II-3.º, Madrid: Civitas, 2003, pp. 31 y ss. La estructura de esta garantía, también llamada *escrow*, se ha dicho, es aparentemente simple y neutral: el dinero aplazado en una compraventa, que debe pagar el comprador, pero que éste quiere retener en garantía de contingencias insospechadas, se deposita en un tercero que, en la práctica, no es extraño que sea un notario. Acerca de esta garantía, *vid*. asimismo GARCÍA MEDINA, J., *Nuevas especiales formas de garantía en el comercio (Estudio sistemático y crítico)*, Madrid: La Ley, 2009, pp. 148 y ss.

(13) *Sic* CARRASCO PERERA, A., «La prenda de créditos», cit., pp. 894 y 895.

según corresponda conforme a lo pactado». Veamos, pues, a continuación, algunas notas de aproximación a esta norma peculiar del Derecho civil foral de Navarra.

II. EL DEPÓSITO EN GARANTÍA

1. Antecedentes históricos

Pese a no estar mencionado expresamente entre las «garantías» que a modo de disposición general preveía la ley 476 de la Recopilación Privada, el depósito en garantía se encontraba posteriormente recogido en la ley 486 de la propia Recopilación Privada, ley a la que se le acompañaba con el ladillo *depósito de garantía*, siendo ésta la primera vez que en un texto normativo de Derecho navarro se preveía como tal el depósito en función de garantía. En concreto, el referenciado precepto estatuía en su párrafo primero que *«para garantía del cumplimiento de una obligación puede constituirse a favor del acreedor un depósito de dinero u otras cosas fungibles. El acreedor adquiere la propiedad de las cosas depositadas en su poder, con obligación de restituirlas al depositante si procediese, conforme a lo establecido en el contrato»*. Como se aprecia, a salvo de ligeras diferencias meramente sintácticas (la posición de las comas) —que además no modifica en nada su significado— este primer párrafo coincide plenamente con el también párrafo primero de la ley 474 del Fuero Nuevo *ut supra* reproducido, al igual que sucede con lo que disponía el párrafo segundo de la ley 486 de la Recopilación Privada a tenor del cual *«cuando el depósito de garantía se haga en poder de un tercero, éste quedará obligado a entregarlo al acreedor o a restituirlo al depositante, según corresponda conforme a lo pactado»*, con el asimismo segundo párrafo de la ley 474 del Fuero Nuevo pues éste exclusivamente prescinde de las palabras «de garantía» que se acompañaban a depósito, sin que por ello tampoco se haya visto en absoluto alterado su significado.

La nota al texto de la ley 486 de la Recopilación Privada es ciertamente lacónica: *«se trata de un depósito constituido con el fin de garantía, porque un depósito ordinario no puede convertirse en garantía por voluntad del depositario»*, apuntando como referencia *«F .G. 3, 11, 1»*[14]. Sin embargo, dicha referencia presenta, en mi opinión, una errata toda vez que la misma no se encuentra realizada al Capítulo I (*Cómo non deve ser embargada por ninguna cosa comanda en fealdad*) del Título XI (*De comiendas*) del Libro III (*De eglesias et abadias, de diezmas, de los que son acusados por villanos del Rey et de los Monasterios, de yfanzones de avarca, de los villanos encartados, de moros, de peyndras, de empriestos, de comenda, de conpras et vendidas, de logueros, de peynos, de fianza de donazion, de estin, de sepulturas, de órdenes*) del Fuero General de Navarra, sino a su Capítulo II (*De non peyndrar comienda*)[15].

En efecto, en el Dictamen sobre el Proyecto de Fuero Recopilado de Navarra[16] realizado por buena parte de los juristas navarros que posteriormente redactaron asimismo

---

(14) Recopilación Privada que, junto con sus respectivas notas, fue redactada por GARCÍA-GRANERO FERNÁNDEZ, J.; AIZPÚN TUERO, J.; LÓPEZ JACOISTE, J.J.; SANTAMARÍA ANSA, J.; NAGORE YÁRNOZ, J.J.; D'ORS PÉREZ-PEIX, A.; ARREGUI GIL, J.; y SALINAS QUIJADA, F., habiéndose utilizado para el presente trabajo la publicada en Pamplona: Aranzadi, 1971.

(15) Conforme a la obra de ILARREGUI, P. y LAPUERTA, S., 1869.

(16) Fechado en Pamplona a 30 de abril de 1960.

la Recopilación Privada[17], en sede *«Del depósito»*, introdujeron dos nuevas leyes procedentes ambas del Fuero General: leyes 170 y 171. En concreto, la ley 170 aludía al *«derecho de retención»* en el depósito determinando que *«en ningún caso podrá el depositario retener el objeto del depósito por razón de lo que le adeudare el depositante, a menos que la deuda proviniere del propio depósito»*. Esta ley 170 que no tenía correlación en el Proyecto de Fuero Recopilado, recoge de hecho la norma del Fuero Nuevo prevista en el Libro III, Título XI, Capítulo II, según expresamente se señala en la nota 106 de los autores del Dictamen[18], a tenor de la cual *«ningun omne non deve peyndrar comienda por otra deuda quel devan, mas debe dar la comienda et despues peyndrar por la deuda que li deven»*. Por su parte, la ley 171, que tampoco tenía correlación alguna en el Proyecto de Fuero Recopilado, se ocupaba del *«caso fortuito y hurto»* en el depósito ordenaba que *«el depositario no responde del caso fortuito pero sí del hurto que se realizare en su casa, de la cosa depositada»* e introduce en el nuevo texto proyectado lo dispuesto en el Libro III, Título XI, Capítulo I (ahora sí) del Fuero General[19].

Ahora bien, los autores de la Recopilación Privada con el objeto de regular siquiera mínimamente dentro de sus preceptos el llamado en la misma «depósito de garantía» en los términos que lo hicieron debieron no sólo inspirarse en la muy tangencial tradición jurídica navarra que contenía el Fuero General sobre dicha figura, sino a buen seguro tuvieron presente también las líneas doctrinales y jurisprudenciales que desde el segundo cuarto del siglo XX se estaban apuntando en el Derecho extranjero y, en concreto en el Derecho italiano. Así, cabe recordar la Sentencia de la *Corte di Casazione (Sezione III civile)* de 15 de enero de 1937[20], resolución que dio origen a sustanciosos comentarios jurisprudenciales de los más prestigiosos autores transalpinos[21].

---

(17) En concreto, en el Dictamen intervinieron cuatro de los ocho juristas que estuvieron presentes en la génesis de la Recopilación Privada. Los aludidos cuatro juristas fueron GARCÍA-GRANERO FERNÁNDEZ, J.; LÓPEZ JACOISTE, J.J.; AIZPÚN TUERO, J.; y NAGORE YÁRNOZ, J.J.

(18) El Dictamen consta de un «Complemento» compuesto de 213 notas.

(19) De acuerdo con la nota 107 de los autores del Dictamen. Dicho Capítulo I preveía lo siguiente: *«Un omne comanda en fealdat á otro L. moravidis, et aqueyll qui tenia en conmanda los moravidis demandaval XX cafizes de trigo quel avia emprestado. Depues un tiempo passado, aqueyll qui conmandó los moravidis á su amigo demandól quel diese L. moravidis quel avia comandado, et aqueyll qui los moravidis avia recebido en conmanda, demandól quel dies primero los XX cafizes de trigo quel avia emprestado, que por aqueyllos XX cafizes de trigo retenia los moravidis peyndrado. Et por esto dize el fuero, de que manifiesta cosa es que comandó, et él en fealdat prisó, debe render los moravidis sin embargo ninguno por fuero, et despues el deudor deve pagar los XX cafizes de trigo, porque ninguno non deve tener ninguna comienda enbargada por ninguna razon. Mas pagados los L. moravidis, despues podrá peyndrar al qui prestó el trigo por sí ó por senior ó baylle daqueyll logar o esto conteztrá, puede costreyner quel pague segunt el fuero del logar»*.

(20) El supuesto de hecho que dio origen a la reseñada resolución judicial fue el siguiente: pactada la venta de unos bienes inmuebles propiedad de un menor de edad y, pendiente la preceptiva autorización de la operación por la autoridad judicial, el comprador depositó el precio en manos de un notario que, una vez recaída la necesaria autorización, debía hacer entrega del importe al vendedor (el menor de edad); sin embargo, una vez concedida aquélla se descubrió que el depositario se había apropiado del importe depositado.

(21) *Vid*. en concreto NICOLÒ, R., «Deposito in funzione di garanzia ed inadempimento del depositario», *Foro italiano*, 1937, I, 1476 y ss.; VIVANTE, C., «Deposito in funzione di garanzia ed inadempimento del depositario», *Giurisprudenza italiana*, 1938, I, 401 y ss.; BIGIAVI, W., «Deposito in funzione di garanzia ed inadempimento del depositario», *Foro italiano*, 1938, I, 260 y ss., así como SANTORO-PASSARELLI, F., «Deposito in luogo di adempimento», *Foro della Lombardia*, 1938, pp. 97 y ss. También de dicha época es el trabajo de GRASSETTI, C., «Deposito a scopo di garanzia e negozio fiduciario», *Rivista di Diritto Civile*, 1941, I, pp. 97 y ss. Ya en fechas más recientes, *vid*. LUPOI, M., «La realizzazione della funzione di garanzia mediante il deposito a favore o nell'interesse di un terzo»,

2. El fin (anómalo) del depósito: la función de garantía

Constituye elemento tipificador del contrato de depósito la guarda o custodia de la cosa depositada (*ex* arts. 1.758 y 1.766 del Código Civil, art. 306 del Código de Comercio y leyes 546 y 547 del Fuero Nuevo), representando dicha guarda o custodia, en coherencia, el centro de gravedad alrededor del cual se disciplinan los derechos y las obligaciones de las partes, y teniendo además relevancia causal[22], frente al carácter accesorio que asume tal obligación en otras relaciones jurídicas (*v.gr.* transporte, arrendamiento). Lo propio del depósito, a diferencia de los ejemplos citados, es que el esquema obligacional custodia-restitución agota su contenido, pues sólo se quiere eso, que el depositario conserve durante un tiempo la cosa y la devuelva indemne a quien corresponda.

Que la guarda constituya el fin esencial del depósito no es sinónimo de que ello excluya la celebración de un depósito que cumpla una finalidad ulterior o accesoria (p. ej. una finalidad asegurativa o de garantía), siempre que la guarda subsista como finalidad principal. En efecto, aunque el depositante, al confiar el depósito, persiga el nacimiento para el depositario de la obligación de guarda, ello no empecerá que los motivos que impulsen al depositante a efectuar el depósito puedan ser de muy diversa índole: debido a que, por circunstancias adversas, el depositante no puede procurar personalmente la integridad e identidad de los efectos en cuestión; porque otra persona puede estar en condiciones más idóneas para hacerlo; persiguiendo que la cosa no dañe a terceros, y, por qué no, con fines de garantía[23].

Pues bien, aun con el mismo término de «depósito», el depósito en garantía se encuentra dirigido precisamente a la realización de una garantía mediante el depósito de una cosa fungible y, en consecuencia, con una finalidad que no coincide con la esencial de guarda y custodia de la relación jurídica de depósito. Prístina se revela la ley 474 del Fuero Nuevo ya en sus primeros términos «*para garantía del cumplimiento de una obligación puede constituirse a favor del acreedor un depósito* de dinero u otras cosas fungibles». En este sentido, la restitución de la cosa depositada con fin de garantía se hace depender de la suerte de la obligación a que se encuentra ligada, de modo que en su cumplimiento o incumplimiento reside el centro de referencia de su régimen jurídico. Siendo como es la piedra angular del depósito en garantía el cumplimiento de la obligación garantizada, se encuentra subordinado a las resultas de ésta y, por ende, presenta la nota característica de la accesoriedad[24]. De este modo, serán los avatares de la relación garantizada los que incidan sobre la figura del depósito con carácter garantístico.

Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni, 1970, núms. 11-12, pp. 441 y ss.; y, sobre todo, GRISI, G., *Il deposito in funzione di garanzia*, Milano: Giuffrè Editore, 1999, *passim*.

(22) Acerca de la guarda como fin *vid*., por todos, OZCÁRIZ MARCO, F., *El contrato de depósito. Estudio de la obligación de guarda*, Barcelona: J.M.ª Bosch, 1997, pp. 187 y sigs; así como MARTÍN SANTISTEBAN, S., *El depósito y la responsabilidad del depositario*, Cizur Menor: Aranzadi, 2002, pp. 53 y ss.

(23) Cfr. acerca de la compatibilidad del fin esencial de guarda con otros fines secundarios o ulteriores y, con ello, sobre la admisión de depósito con función de garantía NAVARRETE CANO, M.ª R., *La obligación de guarda del vendedor*, cit., pp. 98 y ss.

(24) En este último sentido DORAL GARCÍA, J.A., «Comentario a la ley 474», en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales* (Dirs. Manuel Albaladejo y Silvia Díaz Alabart), XXXVIII-1.º, Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 2002, p. 932.

Esto es, el depósito de la cosa fungible se convierte por voluntad contractual de las partes en una garantía de la que, en la perspectiva y para el caso de incumplimiento de un deudor, el (su) acreedor se provee de un derecho que le permite obtener satisfacción de su crédito con mayores posibilidades que las que resultarían de contar exclusivamente con el respaldo de la responsabilidad universal del deudor (*ex* art. 1.911 del Código Civil). En coherencia, el depósito en función de garantía por encontrarse enlazado a una preexistente relación crediticia sigue las vicisitudes de ésta, debiéndose entender que la posición jurídica del depositario está comprendida en la relación principal de crédito y deuda. La restitución o reclamación de la cosa depositada no es *ad nutum* ni a término, puesto que su fin es asegurar la conservación de la garantía, dilatando la restitución a determinadas circunstancias. El contrato de depósito en garantía tiene, pues, forma de depósito pero función de garantía(25), por lo que su calificación más acertada es la de un contrato de garantía instrumentado a modo de depósito.

Ahora bien, la figura del depósito en garantía no debe confundirse con otras figuras afines cuya función es igualmente garantizadora de un crédito, tales como la fiducia o la prenda. En este sentido, se ha señalado que el depósito en garantía se diferencia de la fiducia en que en el primero no existe propiedad fiduciaria, toda vez que el receptor del depositario puede enajenar y no está obligado a conservar, sino tan solo a restituir otro tanto de lo recibido; además, no cabe el abuso, que posibilita la fiducia, de quedarse el acreedor con una cosa que vale mucho más que la obligación garantizada, puesto que en el supuesto del depósito en garantía, las cantidades (la deuda y el dinero depositado) son susceptibles de ser compensadas en caso de impago del crédito garantizado, debiendo el acreedor restituir el excedente. De otro lado, las diferencias con la prenda son todavía más evidentes, pues el depósito en garantía tiene un específico objeto (dinero o bienes fungibles), no genera obligación de custodia y traslada la propiedad, notas que, por el contrario, no concurren en la prenda regular(26).

3. Depósito en garantía *adversus* derecho de retener en prenda del depositario

La garantía propia del depósito constituido con tal fin queda obviamente extramuros de la «garantía legal» que, en el ámbito del Derecho común español, recoge el artículo 1.780 del Código Civil, en virtud del cual *«el depositario puede retener en prenda la cosa depositada hasta el completo pago de lo que se le deba por razón del depósito»*. Esta garantía legal refuerza sin duda el derecho de crédito del depositario, pero se encuentra circunscrita al crédito relativo a las cantidades que el depositante le adeude al depositario por cualquier

(25) Por ello, entiendo, podría circunscribirse dentro de la categoría de los «negocios indirectos», sin que, en principio, existiese atisbo alguno de fraude de ley en la figura. Acerca de los negocios indirectos *vid*. DE CASTRO Y BRAVO, F., *El negocio jurídico*, Madrid: Civitas, 1985, pp. 443 y ss.

(26) *Sic* SABATER BAYLE, E., «Las garantías reales en el Derecho civil navarro», cit., p. 408. No obstante, como también ha puesto de manifiesto la referida autora la doctrina identifica el depósito en garantía con la prenda irregular. En concreto esta identificación es realizada por OZCÁRIZ MARCO, F., «Comentario a la ley 474», en *Comentarios al Fuero Nuevo. Compilación del Derecho Civil Foral de Navarra* (Dir. Enrique Rubio Torrano), Cizur Menor: Aranzadi, 2002, pp. 1595 y 1596, así como PARDINAS SANZ, J.R., «Comentario a la ley 554», en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales* (Dirs. Manuel Albaladejo y Silvia Díaz Alabart), XXXVIII-2.º, Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 2002, pp. 205 y 206.

concepto relacionado con el depósito, conceptos tales como los gastos de conservación de la cosa depositada, la indemnización de perjuicios (*ex* art. 1.779 del Código Civil) o la retribución (*ex* art. 1.760 del Código Civil). Ahora bien, no confiere más que la posibilidad de mantenerse en la posesión de la cosa, sin incluir la facultad de reipersecutoriedad ni, por supuesto, la realización de valor[27].

Por el contrario, en el Derecho civil de Navarra, se encuentra regulada la retención en modo sustancialmente diverso a lo recogido por el Código Civil, puesto que ley 551 del Fuero Nuevo, que concede acción al depositario para reclamar del depositante la indemnización correspondiente por los gastos y perjuicios que le haya ocasionado el depósito, sin embargo dispone *in fine* que el depositario *«no podrá retener la cosa depositada por razón de este derecho u otro cualquiera que tenga contra el depositante»*. No obstante, es preciso poner de manifiesto que la prevención realizada en la ley 551 es aplicable exclusivamente cuando los contratantes del contrato de depósito nada hubieran acordado para desvirtuar tal previsión normativa, habida cuenta que por mor de la ley 473 en relación con la 17 del mismo Fuero Nuevo tiene perfecta cabida el pacto del derecho de retención (retención de origen convencional) a favor del depositario para el supuesto de impago del precio pactado, de los gastos ocasionados o de los perjuicios originados en el depósito[28].

Cabe recordar que en el Dictamen sobre el Proyecto de Fuero Recopilado de Navarra se preveía en su ley 170 el *«derecho de retención»* en el depósito determinando que *«en ningún caso podrá el depositario retener el objeto del depósito por razón de lo que le adeudare el depositante, a menos que la deuda proviniere del propio depósito»*. En mi opinión, esta norma proyectada fue nítida en distinguir «depósito con función de garantía» y «derecho de retención del depositario», puesto que, concediendo al depositario el derecho a retener el objeto depositado por una deuda que se hubiera originado del mismo depósito (en idéntica línea que el art. 1.780 del Código Civil) prohibía, a salvo claro está de la constitución del «depósito en garantía» por voluntad de las partes al amparo del principio *«paramiento fuero vienze»*, que el depositario retuviera la cosa depositada cuando la deuda no tuviera su origen en el propio depósito.

4. Contrato real y no formal

El contrato de depósito en garantía, en cuanto relación jurídica con finalidad esencial de garantía pero instrumentada a través de un depósito, sigue, en mi opinión, el parámetro constitutivo de éste. Así tanto en el Fuero Nuevo de Navarra (ley 547[29]) como en el Códi-

---

(27) Acerca de esta garantía legal *vid*., por todos, BELTRÁN DE HEREDIA DE ONIS, P., *El derecho de retención en el Código civil español*, Salamanca: Universidad de Salamanca, *in totum*; así como DEL POZO CARRASCOSA, P., *El derecho de retener en prenda del depositario*, Barcelona: PPU, 1989, *passim*, pero especialmente pp. 47 y ss.

(28) Así OZCÁRIZ MARCO, F., «Comentario a la ley 551», en *Comentarios al Fuero Nuevo. Compilación del Derecho Civil Foral de Navarra* (Dir. Enrique Rubio Torrano), Cizur Menor: Aranzadi, 2002, p. 1877.

(29) Cfr. PARDINAS SANZ, J.R., «Comentario a la ley 547», en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales* (Dirs. Manuel Albaladejo y Silvia Díaz Alabart), XXXVIII-2.º, Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 2002, p. 198; y OZCÁRIZ MARCO, F., «Comentario a la ley 547», en *Comentarios al Fuero Nuevo. Compilación del Derecho Civil Foral de Navarra* (Dir. Enrique Rubio Torrano), Cizur Menor: Aranzadi, 2002, pp. 1866 y 1867.

go Civil (art. 1.758[30]) el depósito se constituye con la entrega de la cosa, siendo en consecuencia el depósito en garantía un contrato real[31]. De otro lado, al contrato de depósito en garantía se aplicará el principio general no formalista que guía nuestro Derecho contractual (arts. 1.254 del Código Civil y 51 del Código de Comercio), por lo que podrá llevarse a cabo sin observar forma preceptiva alguna, sin perjuicio de que, por específica voluntad de las partes (*ex* ley 7 del Fuero Nuevo), la observación de una determinada forma devenga requisito esencial para el perfeccionamiento de la relación jurídico contractual[32].

5. Partes intervinientes

El contrato de garantía instrumentado a modo de depósito en la ley 474 del Fuero Nuevo de Navarra presenta las siguientes partes intervinientes en el mismo: el depositante (garante) y el depositario (acreedor garantizado) en el esquema del párrafo primero de la mencionada ley; así como el depositante (garante) y el depositario (tercero), en el supuesto de que el depósito del bien fungible se haga en poder de una persona ajena al crédito garantizado, situación ésta contemplada en el párrafo segundo de la ley 474, en el cual el beneficiario —eventual— es el acreedor garantizado.

Como posibles depositantes (garantes) puede pensarse en el mismo deudor del crédito que se pretende garantizar o bien en un tercero que entrega bienes de su propiedad para la garantía de una obligación ajena, tal como puede acontecer con las demás garantías reales. Por su parte, el depositario puede ser el propio acreedor garantizado, adquiriendo de este modo la propiedad de los bienes que se le entregan, o un tercero quien, en cambio, no recibe la propiedad de los bienes que se entregan en virtud de dicho contrato de garantía *ex* ley 474 del Fuero Nuevo.

6. Los objetos susceptibles de depósito en garantía: dinero u otras cosas fungibles

El carácter mobiliario de la cosa dada en depósito constituye una característica esencial del contrato de depósito propiamente dicho (arts. 1.761 del Código Civil y ley 547,

---

(30) Por todos, SÁNCHEZ ARISTI, R. «Comentario al artículo 1758», en *Comentarios al Código Civil* (Coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), 2.ª ed., Cizur Menor: Aranzadi, 2006, p. 2033.

(31) Por el contrario, para la prenda irregular se ha sostenido que ésta se perfecciona por medio del simple consentimiento, y ello con independencia de que la obligación restitutoria que recae sobre el acreedor garantizado, por representar el límite de la atribución realizada, necesite de la previa entrega. Se entiende, pues, que la obligación restitutoria nace del contrato, aunque condicionada a la efectiva entrega de los bienes sobre los que versa la garantía, entrega que podrá ser previa, simultánea o posterior a la declaración del consentimiento con la que se concluye el contrato. Cfr. CRUZ MORENO, M.ª, *La prenda irregular*, Madrid: Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España. Centro de Estudios Registrales, 1995, p. 171. Acerca de esta figura, *vid*. también JORDANO FRAGA, F., «Prenda regular, prenda irregular y prenda de crédito», *Anuario de Derecho Civil*, núm. 43, 1990, pp. 305 y ss.; y DÍAZ BRITO, F.J., «Prenda irregular con intervención de tercero. ¿Garantía real?», en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez Picazo*, 3, Madrid: Civitas, 2002, pp. 3685 y ss.

(32) Al igual que en ningún caso es requisito constitutivo para la propia existencia —y subsistencia—, de la prenda sobre un derecho de crédito documentado en una imposición a plazo fijo que, en definitiva, tan sólo es una prenda sobre un depósito de dinero, la inscripción en ningún tipo de registro. En este sentido, AAP de Navarra (Sec. 3.ª) de 7 de mayo de 1999.

párrafo primero, del Fuero Nuevo), lo cual interpela, a su vez, a los artículos 333 a 337 del Código Civil y a la ley 347 del Fuero Nuevo, respectivamente, a fin de determinar las cosas que deban considerarse muebles. Asimismo, los bienes muebles pueden ser fungibles o no fungibles, perteneciendo a la primera especie aquellos de que no pueda hacerse el uso adecuado a su naturaleza sin que se consuman, correspondiendo los demás a la segunda especie (*ex* art. 337 del Código Civil). La cualidad de fungible es pues un atributo predicable del bien cuando éste es susceptible de ser medido o contabilizado por su peso o cantidad y, además, se puede sustituir por otro semejante, habiéndosele atribuido desde siempre al dinero el carácter fungible por excelencia(33).

Ahora bien, con ser importantísimo dentro de los bienes llamados fungibles, no es el dinero su única representación(34). También es necesario, desde un punto de vista económico, que pensemos en bienes como los productos agrícolas y ganaderos —granos, fruta, pieles, etcétera— sobre los que suele contratarse el depósito, así como en la industria y el comercio —cualquier tipo de bien que dada su producción en serie, aunque tenga su marca, modelo e incluso número de fabricación, puede sin dificultad ser sustituido por otro(35), sin olvidar tampoco aquellos valores que cumplan tal condición de fungibilidad —*v.gr.* acciones(36)—. En esta línea la ley 474 del Fuero Nuevo prevé que el objeto del depósito que se realiza a favor del acreedor para garantía del cumplimiento de una obligación sea precisamente un «depósito de *dinero u otras cosas fungibles*», en todo caso, entiendo que se deberá tratar de cosas muebles (cfr. ley 547 del Fuero Nuevo y art. 1.761 del Código Civil)(37).

---

(33) Sin embargo, no conviene confundir la cualidad de «fungible» con la de «consumible». El carácter consumible viene determinado por el uso, el cual supone que a través del mismo la cosa queda extinguida o desaparece; mientras que la cualidad de fungible, como se ha puesto de relieve en el texto, es un atributo predicable del bien cuando éste es susceptible de ser medido o contabilizado por su peso o cantidad y, además, se puede sustituir por otro semejante. Cfr. BADENAS CARPIO, J.M., «Comentario al artículo 337», en *Comentarios al Código Civil* (Coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), 2.ª ed., Cizur Menor: Aranzadi, 2006, pp. 500 y 501.

(34) Acerca del dinero en su condición de *res*, *vid*. DE LA CUESTA RUTE, J.M.ª, *El dinero y la representación de las posiciones acreedoras y deudoras en el tráfico mercantil,* Madrid: Marcial Pons, pp. 52 y ss.

(35) OZCÁRIZ MARCO, F., *El contrato de depósito. Estudio de la obligación de guarda*, cit., pp. 105 y ss.

(36) En efecto, el artículo 17 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre Representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, dispone: *«1. Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión que tengan unas mismas características tienen carácter fungible. En consecuencia, quien aparezca como titular en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores. 2. En particular, se considerarán fungibles entre sí todas las acciones de una misma clase y serie y los demás valores de un mismo emisor cuyas características, desde el origen o de modo sobrevenido, sean las mismas. 3. Lo dispuesto en los números precedentes se entiende sin perjuicio de las necesidades de especificación o desglose de valores inscritos derivadas de situaciones especiales, como la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes o la expedición de certificados»*.

Ténganse presente además los depósitos auxiliares de operaciones financieras, depósitos necesarios por disposición de las reglas especiales del mercado organizado y tutelar de quienes operan en él. Ejemplo de dichos depósitos auxiliares de operaciones financieras es precisamente el llamado «depósito de garantía» de la contratación organizada sobre instrumentos del mercado de productos derivados, tratándose el mismo de un verdadero contrato de garantía que reviste la forma de un depósito mercantil necesario del efectivo o valores que una sociedad mercantil, la rectora de un mercado organizado de productos o instrumentos derivados, recibe de un cliente o miembro que negocia esos productos precisamente a través de la sociedad rectora, su contraparte depositaria. Cfr. URÍA, *Derecho Mercantil*, 28.ª ed., Madrid: Marcial Pons, 2001, pp. 827 y 828.

(37) Sin embargo, según parecer de algún autor «no son rechazables cosas inmuebles genéricas». Así, DORAL GARCÍA, J.A., «Comentario a la ley 474», cit., p. 938.

En el depósito en garantía será el carácter fungible de los bienes que el deudor, o un tercero, entrega al acreedor o al tercero depositario el que determine que se produzca un traspaso de la propiedad de los mismos a favor de éste. Pero como quiera que la finalidad del negocio no es transmisiva, sino simplemente garantizadora, la atribución se encuentra limitada, no en las facultades dominicales del que se hace propietario de los bienes, sino en el nacimiento de una obligación de restitución de los mismos, obligación que resultará exigible en el momento en que se satisfaga el crédito que con aquél se vino a garantizar(38).

7. Depósito en garantía y depósito irregular

Tratándose de depósito de cosas fungibles no resulta extraño que el depositante autorice al depositario para disponer del objeto del depósito, con obligación de devolver otro tanto de la misma especie y cantidad (*tantumdem*), surgiendo entonces la figura del llamado «depósito irregular» (*vid*. ley 554 del Fuero Nuevo y arts. 1.767 y 1.768 del Código Civil), en el que el depositario adquiere desde el momento de la constitución del depósito la propiedad de las cosas depositadas. Así también en el depósito en garantía «el acreedor adquiere la propiedad de las cosas depositadas en su poder con obligación de restituirlas al depositante, si procediere, conforme a lo establecido en el contrato» (*sic* ley 474, párrafo primero, frase segunda). El depósito en garantía conlleva, por consiguiente, una alteración del esquema típico del depósito habida cuenta que el depositario adquiere la propiedad del objeto depositado. Esto es, si bien el depósito en garantía se sitúa dentro del ámbito de las garantías reales mobiliarias, queda netamente diferenciada, por ejemplo, del derecho real de prenda, por la transferencia de propiedad que tiene lugar en virtud del mismo y que se erige así en elemento caracterizador de la figura. Y, en consecuencia, no tiene el depositario propiamente una obligación de guarda del dinero u otra cosa fungible depositada en función de garantía sino más bien la propiedad y disponibilidad de la cosa y una consiguiente obligación de restitución del *tantundem* cuando corresponda(39).

Especialmente interesante se revela en este orden de ideas el artículo 309 del Código de Comercio, referido asimismo a la figura del depósito irregular, al disponer que «siempre que, con asentimiento del depositante, dispusiere el depositario de las cosas que fueren objeto de depósito, ya para sí o sus negocios, ya para operaciones que aquél le encomendare, cesarán los derechos y obligaciones propios del depositante y depositario, y se observarán las reglas y disposiciones aplicables al préstamo mercantil, a la comisión o *al contrato que en sustitución del depósito hubieran celebrado»*(40), relación jurídica ésta en la que, sin

---

(38) En este mismo sentido, si bien referido a la prenda irregular, CRUZ MORENO, M.ª, *La prenda irregular*, cit., p. 84.

(39) En el depósito irregular, pues, hay indudablemente una pérdida para el depositante del derecho de propiedad sobre las cosas materiales efectivamente confiadas al depositario. Ahora bien, en el supuesto del dinero (más propiamente las monedas o billetes entregados al depositario), no puede afirmarse que se pierda todo vestigio del derecho de dominio, pues si ciertamente el depositante no puede reivindicar dichas cosas concretas que entregó, sí mantiene su titularidad sobre el dinero que ellas significan y, en definitiva, puede proyectar esa titularidad sobre las monedas y billetes en poder del depositario que representen el importe o suma de dinero entregado. *Sic* DE LA CUESTA RUTE, J.M.ª, *El dinero y la representación de las posiciones acreedoras y deudoras en el tráfico mercantil,* cit., pp. 79 a 83.

(40) *Vid*., ampliamente, GARRIGUES, J., «El depósito irregular y su aplicación en Derecho mercantil», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 86, 1932, pp. 81 y ss.; 161 y ss.; 241 y ss.; 322 y ss.; 401 y ss.; 481 y ss.; 561 y ss.; 641 y ss.; así como 721 y ss.

duda, puede tener cabida el contrato de garantía propio del depósito con dicha función. En este caso el depositario adquiere durante la fase de cumplimiento de la obligación garantizada la propiedad de la cosa, propiedad cuyo contenido pleno puede ejercitar no en su exclusivo interés particular, sino al servicio de la garantía, por lo que no puede disponer de ella en perjuicio de la garantía a que sirve(41).

Por ello, no debe confundirse depósito en garantía con depósito irregular toda vez que el primero se constituye para asegurar el cumplimiento de una concreta obligación y en cuanto a su existencia o extinción sigue las vicisitudes de la obligación que garantiza; mientras que, por el contrario, el segundo se constituye con la finalidad de simple relación jurídica de depósito, si bien, con las peculiaridades relativas a la propiedad y disponibilidad de la cosa y la consiguiente incidencia en la obligación de restitución del bien depositado.

8. Depósito en garantía y depósito en interés de tercero

El depósito de garantía «con relación trilateral» (párrafo segundo de la ley 474 del Fuero Nuevo) en la que la transferencia de la propiedad opera a manos de un tercero distinto del acreedor garantizado (depositante —garante—, depositario —tercero— y acreedor —garantizado—), entiendo, pretende que el depositante/garante tenga una mayor seguridad en orden al cumplimiento del crédito restitutorio, por lo cual parece que las entidades bancarias o los notarios pueden resultar especialmente idóneos para cumplir la función de depositario/tercero. Ahora bien, el depósito en garantía con relaciones trilaterales no debe confundirse con el «depósito en interés de tercero», depósito éste igualmente previsto en el Fuero Nuevo de Navarra (ley 552), según el cual *«en el depósito hecho en interés de tercero que ha notificado al depositante y al depositario su aceptación, el depositario no podrá devolver la cosa al depositante sin el consentimiento del tercero interesado. En este contrato se estará a lo establecido para la estipulación en favor de tercero en la ley 523»*(42).

En efecto, el depósito en interés de tercero, aun pretendiendo una finalidad de garantía, lo hace en sentido atécnico(43). El depositario se obliga a no restituir el bien objeto de depósito al depositante hasta que el depositario tenga «el consentimiento del tercero interesado», cosa que, a buen seguro, no se producirá hasta que no ocurra un cierto evento, consistente normalmente en la comprobación de la inexistencia de una obligación del depositante con el tercero. Empero, el tercero no goza de ningún derecho de restitución de los bienes depositados o del *tantumdem*, pues sólo se consigue con la figura del depósito en interés de tercero aumentar la seguridad de que el acreedor encuentre bienes agredibles en el patrimonio del depositante, en este caso, el crédito restitutorio contra el depositario(44).

---

(41) En este último sentido DORAL GARCÍA, J.A., «Comentario a la ley 474», cit., p. 937.

(42) Cfr. OZCÁRIZ MARCO, F., «Comentario a la ley 552», en *Comentarios al Fuero Nuevo. Compilación del Derecho Civil Foral de Navarra* (Dir. Enrique Rubio Torrano), Cizur Menor: Aranzadi, 2002, pp. 1877 y ss.; y PARDINAS SANZ, J.R., «Comentario a la ley 547», en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales* (Dirs. Manuel Albaladejo y Silvia Díaz Alabart), XXXVIII-2.º, Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 2002, pp. 203 y 204.

(43) Así CRUZ MORENO, M.ª C., *La prenda irregular*, cit., p. 283.

(44) También el artículo 1773 del *Codice Civile* prevé para el Derecho italiano la figura del depósito en interés de tercero. Así, con el ladillo *«Terzo interessato nel deposito»*, se dispone que *«Se la cosa è stata depositata anche nell'interesse di un terzo e questi ha comunicato al depositante e al depositario la sua adesione, el depositario no può*

9. La restitución de la cosa depositada en garantía

El contrato de depósito en garantía es un contrato unilateral por cuanto sólo nacen obligaciones a cargo del depositario, bien sea éste el acreedor garantizado bien un tercero. Como se puso anteriormente de relieve el carácter garantístico del depósito con dicha función implica una relación de accesoriedad con respecto al crédito garantizado, de ahí que, en el supuesto de cumplimiento de éste o extinción del mismo por otra circunstancia, se hará exigible la obligación de restituir; y, en caso contrario, el acreedor garantizado tendrá derecho a imputar el valor de los bienes que recibió a la satisfacción de su crédito, debiendo restituir el exceso, caso de que existiese. La restitución de la cosa depositada por el depositario, si procediera, se llevará a cabo «conforme a lo establecido en el contrato» o «según corresponda conforme a lo pactado». Ambas expresiones previstas en la ley 474 del Fuero Nuevo de Navarra dejan entrever los dos aspectos de este tipo de depósito: de una parte, el juego del principio de libertad civil(45) y, de otra, el carácter supletorio del régimen legal.

La remisión que la ley 474 realiza a «lo establecido en el contrato» o a lo que «corresponda conforme a lo pactado» para determinar lo relativo a la restitución del depositante, se sustenta en la experiencia de que en este tipo de garantías se faculta al acreedor de cantidad para que, cuando los objetos de la deuda y del depósito sean homogéneos —*v.gr.* dinero—, vencida la obligación, y de no haberse satisfecha ya ésta por otra vía, se aplique lo depositado al pago con obligación de restitución respecto al *superfluum* o, en su caso, con subsistencia de la deuda por lo que no alcance(46).

En este mismo orden de ideas, se ha puesto de manifiesto que, en el supuesto de que se garantice con dinero una obligación de hacer, de no hacer o de dar, quedan garantizados en realidad *ex* ley 463 del Fuero Nuevo «los efectos de su incumplimiento»; y si el bien fungible no fuera dinero, en caso de incumplimiento del crédito garantizado, podrá el acreedor imputar el valor de dichos bienes, calculado al que alcancen el día del vencimiento del crédito garantizado, a la satisfacción del mismo, debiendo devolver el *tantumdem* correspondiente al exceso de valor que, en su caso, existiere(47). De todos modos, habida cuenta la amplitud que deja a las partes la ley 474, nada se opone a que, vencida e incumplida la obligación garantizada, el acreedor pueda exigir su cumplimiento *in natura*, restituyendo el bien depositado en garantía(48).

---

liberarsi restituendo la cosa al depositante senza il consenso del terzo». Como puede claramente apreciarse el Fuero Nuevo de Navarra (ley 552) sigue muy de cerca respecto de esta figura el Código Civil italiano.

(45) DORAL GARCÍA, J.A., «Comentario a la ley 474», cit., p. 941, apunta como límites de dicha autonomía el derecho imperativo a que en cada caso concreto estén sujetos los bienes objeto del depósito (cláusulas de estabilización, intereses pactados, reglamentación oficial establecida por las entidades de crédito, etc.) y las reglas de buena fe, especialmente aplicables a las relaciones crediticias.

(46) *Sic* OZCÁRIZ MARCO, F., «Comentario a la ley 474», cit., p. 1597, quien además concluye que no se sostiene que deba ser de aplicación al caso la prohibición de pacto comisorio de la ley 469 del Fuero Nuevo de Navarra, dada la homogeneidad de deudas que en realidad se compensan.

(47) CRUZ MORENO, M.ª, *La prenda irregular*, cit., p. 145.

(48) OZCÁRIZ MARCO, F., «Comentario a la ley 474», cit., p. 1598.

10. El depósito en garantía en la jurisprudencia foral

Con el fin de garantizar las diversas operaciones de activo (préstamos, créditos, descuentos, etcétera) que las entidades financieras realizan con sus clientes, además de otras garantías típicas, no es extraño utilizar depósitos bancarios con objeto de garantía, garantía que, aunque generalmente se articula a través de prenda sobre dichos créditos documentados en cuentas bancarias[49], no excluye la constitución de la concreta figura del depósito en garantía. Precisamente fue en este marco en el que tuvo lugar el supuesto de hecho que, en último término, dio origen a las únicas resoluciones judiciales en las que los tribunales de la Comunidad Foral de Navarra han tenido la oportunidad de tratar con una cierta atención la ley 474 del Fuero Nuevo, más allá de otras en las que su mención es meramente tangencial y enunciativa de las distintas garantías previstas en el Fuero Nuevo[50]. Me refiero a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Navarra (Sección 3.ª) de 4 de diciembre de 2008 y a la posterior Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Navarra (confirmatoria de la primera) de fecha 23 de junio de 2009.

Los hechos fueron los siguientes: El Gobierno de Navarra depositó en Caja Navarra a nombre de Saizar, SAL 240.404,84 € en ejecución de una línea de descuento y anticipo de facturas, al amparo de la Ley Foral de Ayudas al salvamento y recuperación de empresas en crisis. Tras la declaración de suspensión de pagos de la empresa Saizar, SAL, el Gobierno de Navarra estimó vencido el anticipo y reintegrables las cantidades pendientes, lo que reclamaba a la Caja. Con fecha 30 de diciembre de 2002, efectuó Caja Navarra rendición de cuentas por la que restituyó a la Comunidad Foral 15.008,53 €. El 22 de mayo de 2003, la Comunidad Foral requirió a Caja Navarra un abono complementario de 120.980,13 €, según sus propias cuentas; y en una ampliación de informe posterior de julio de 2004, se concluyó que la cantidad debida por Caja Navarra debiera ser superior, por haberse detectado ingresos adicionales en Saizar, SAL, en particular pagos efectuados por la empresa Thyssen Boetticher.

El Gobierno de Navarra ejercitó, frente a Caja Navarra, una acción de reclamación de la totalidad de la cantidad depositada restante, 224.991,47 € e intereses legales, por estimar que ésta había destinado la cantidad depositada a fines diferentes de aquellos que justificaron el depósito, considerando arbitraria la rendición de cuentas efectuada. El Juzgado de primera instancia estimó la excepción de falta de legitimación pasiva de la demandada y desestimó la demanda. Afirmaba que no existía contrato alguno entre la Caja y el Gobierno de Navarra, y en virtud del principio de relatividad de los contratos, *res inter allios acta*, la Caja era un tercero en la relación directa entre Saizar y el Gobierno de Navarra, y no podía quedar obligada por el acto administrativo aprobatorio de una subvención, que se había hecho efectivo por un ingreso de cantidad en una cuenta a nombre de Saizar SAL.

---

(49) En este sentido CARRASCO PERERA, A., «La prenda de créditos», cit., pp. 859 a 861, constata que el tratamiento actual de la prenda de créditos en la jurisprudencia se limita prácticamente a los créditos derivados de depósitos bancarios. Asimismo, *vid*. TAPIA HERMIDA, A.J., «Pignoración de saldos de depósitos bancarios», en *Tratado de Garantías en la contratación mercantil*, II-1 (Coord. Ubaldo Nieto Carol y Miguel Muñoz Cervera), Madrid: Civitas, 1996, pp. 851 y ss.; y MUÑOZ CERVERA, M., «Garantías en la contratación bancaria (II). Garantías reales mobiliarias», en *Contratos bancarios y parabancarios* (Dir. Ubaldo Nieto Carol), Valladolid: Lex Nova, 1998, pp. 1304 y ss.

(50) *Vid*. así, por todas, STSJ de Navarra de 26 de octubre de 1999.

Por lo que en estos momentos es de interés, la Audiencia Provincial revocó la sentencia de primera instancia y estimó la demanda, al entender que la cantidad depositada por el Gobierno de Navarra era un depósito en garantía de la ley 474 del Fuero Nuevo de Navarra, que tenía la exclusiva finalidad de garantizar a la entidad financiera una línea de descuento y anticipo de facturas. El depósito se efectuó en una cuenta que la Caja tenía bloqueada como único disponente, y Caja Navarra era conocedora de la realidad económico financiera de Saizar, y de los fines del depósito, a los cuales había consentido expresamente. La liquidación de cuentas que la entidad de crédito hizo finalmente al Gobierno de Navarra manifestaba que se sentía vinculada a restituir a la Administración Foral. El escueto documento de rendición de cuentas de la Caja incumplía los principios básicos de una rendición de cuentas, y a Caja Navarra le correspondía el *onus probandi* del correcto destino de los fondos depositados.

En palabras de la Sección 3.ª de la Audiencia Provincial de Navarra la figura jurídica dibujada en los acuerdos adoptados por la Administración actora y llevada posteriormente a la práctica era la siguiente: una persona (garante) depositaba una determinada cantidad de dinero en una cuenta bancaria que se encontraba abierta a nombre de un tercero (deudor), teniendo dicha cantidad la única y exclusiva finalidad de garantizar a la entidad financiera (acreedor) la línea de descuento y de anticipo de facturas que ésta tenía concertada con ese tercero.

La Caja de Ahorros interpuso recurso de casación foral por infracción de las leyes 474 y 463 ambas del Fuero Nuevo, en relación con la ley 490 del mismo cuerpo normativo, argumentando la representación procesal de Caja Navarra que no había depósito en garantía alguno, y que el Gobierno de Navarra había efectuado un préstamo a Saizar en el que Caja Navarra no había sido parte. Caja Navarra entendía haber respondido escrupulosamente de la cantidad depositada frente a Saizar, como ante los miles de titulares de cuentas bancarias. El bloqueo se explicaba porque el representante legal de Saizar, SAL, que como titular de dicha cuenta podía hacerlo, pignoró la cuenta en garantía de sus deudas con la Caja; y el bloqueo no fue contratado por el Gobierno de Navarra, al que la Caja nunca garantizó esos fondos. Asimismo consideraba la Caja que nunca había actuado como propietaria de dichos fondos, como impropiamente deducía la Audiencia, pues la Caja y Saizar no eran cotitulares de la cuenta, y cada uno de los cargos realizados en la cuenta de Saizar se encontraban debidamente justificados.

El Tribunal Superior de Justicia de Navarra rechazó este motivo de impugnación. Para ello, en esencia, consideró que no podía pretender Caja Navarra que el depósito efectuado por el Gobierno de Navarra en la cuenta de Saizar SAL fuese un depósito común y ordinario, de dinero prestado a dicha sociedad, sino muy por el contrario se trataba de una cuenta abierta expresamente con un fin legal previsto en la correspondiente normativa foral sobre ayudas de salvamento y reestructuración de empresas en crisis. Una ayuda que debía permitir que la empresa Saizar pudiera superar un estado transitorio de iliquidez o elaborar un plan de reestructuración, ayuda que se concedió para «financiar las actividades precisas... para un plan de viabilidad», y se decía expresamente que las cantidades entregadas se destinarían a «garantizar operaciones» que Saizar tenía concertadas con Caja Navarra «en líneas de descuento y anticipo de facturas».

Para el Tribunal Superior de Justicia de Navarra la Caja no era un tercero ajeno a una relación de préstamo entre Saizar y el Gobierno Foral, como pretendía hacer ver la

entidad de crédito, sino que estaba relacionada directamente con el Gobierno de Navarra, de una parte porque desde el principio había conocido y asumido el carácter peculiar del depósito, y sus circunstancias de ayuda en crisis empresarial; y además había reconocido su vinculación directa con el Gobierno de Navarra, al rendirle expresamente cuentas; y de otra porque Saizar era cliente de la Caja, y la Caja había obtenido unos provechos en la gestión de los fondos de Saizar, y había asumido unos riesgos, que se habían actualizado; y lo que no tenía ningún sentido era que la ayuda del la Administración pública (excepcional y causal, sin ánimo lucrativo, y con una finalidad social y transitoria) se transformase en una asunción por el Gobierno de Navarra de la totalidad de la deuda de Saizar con la Caja.

En la resolución judicial del Tribunal de Casación Foral se concluyó que, cualquiera que fuere la calificación que mereciera el depósito constituido, y cualquier que fuese la calificación que se diera a la relación del Gobierno de Navarra con la Caja, y aunque pudiera dudarse su calificación como depósito en garantía al no existir contrato expreso en ese sentido, resultaba en todo caso indubitado que la Caja no era tercero ajeno a una relación entre Saizar y el Gobierno, sino que había una relación negocial de mediación de la Caja en la inversión de unos fondos depositados por el Gobierno de Navarra para salvar una empresa en crisis (que era cliente de la Caja, y por ser cliente de la Caja), depósito que se efectuó para garantizar una línea de descuento y anticipo de facturas, y existía una vinculación de la Caja con el Gobierno de Navarra en orden al correcto empleo de estos fondos, y en justificar que los fondos se invirtieron con la finalidad para la que fueron depositados.

TRANSACCIONES TRASCENDENTES. OPERACIONES FUERA DE BALANCE, DISOCIACIÓN DE LA PROPIEDAD Y PROBLEMAS REGULATORIOS, PATRIMONIALES Y DE GOBIERNO

DAVID RAMOS MUÑOZ[1]

Profesor Ayudante Doctor
Universidad Carlos III de Madrid

RESUMEN

El contenido económico de la personalidad jurídica es crucial para nuestra sociedad, y llevar su lógica un paso más allá permite las operaciones de titulización/financiación estructurada. Sin embargo, con demasiada frecuencia, la regulación de este tipo de operaciones, por su complejidad, se deja de la mano de normas y disposiciones contractuales específicas. Ello impide que nos demos cuenta de lo familiares que son los problemas que plantean estas transacciones, y que aprovechemos el enriquecimiento mutuo entre estas nuevas operaciones y nuestras clásicas estructuras legales. El presente artículo pretende avanzar en esa dirección, dejando fuera el misticismo que rodea a la financiación estructurada y estudiando algunos de sus «verdaderos» problemas patrimoniales, regulatorios y de «gobierno» en un lenguaje legal más cómodo. Se pretende así que el Derecho ayude a comprender mejor la titulización, pero que la titulización ayude a nuestro Derecho a llegar más lejos.

Palabras clave: *titulización, financiación, estructurada, propiedad, garantía, partición, cesión, recaracterización, rotativa, sintética, preferencia, cambio, agencia, gobierno, crisis, comparado, internacional.*

ABSTRACT

The economic content of legal personality is crucial for our society; and carrying its logic one step further makes securitization/structured finance transactions possible. Nevertheless, far too often, as a result of their sheer complexity, the regulation of this type of transactions is left to very specific rules and contract provisions. This prevents us from realizing how familiar are the issues raised by them; and from fully taking advantage of the proper cross-fertilization between these new transactions and our «classical» legal structures. The present article tries to move forward in this direction, leaving out the mysticism surrounding structured finance and studying some of its «real» property, regulatory and «governance» problems in a more comfortable legal language. It thus tries to use the law to understand securitization better, but also to use securitization to move our law farther.

Keywords: *securitization, structured, finance, property, security, partitioning, assignment, recharacterization, floating, synthetic, priority, flip, agency, governance, crisis, comparative, international.*

---

(1) El autor participa en el Proyecto de Investigación DER2008-02244/JURI, con el título «El Derecho Uniforme del Comercio Internacional y su Incidencia en el Derecho Mercantil Español y en el Contractual Europeo: Principios UNIDROIT 2004 y Arbitraje Mercantil Internacional en UNCITRAL», cuyo investigador principal es la Profesora Dra. D.ª María del Pilar Perales Viscasillas, el cual me permitió el tiempo necesario para investigar ésta y otras materias. El autor desea agradecer muy sinceramente a la profesora María del Pilar Perales Viscasillas sus útiles comentarios sobre el borrador de artículo. Todo error o imprecisión, ni que decir tiene, es responsabilidad exclusiva del autor.

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN. LOS PROBLEMAS TRASCENDENTES Y EL AVANCE DEL DERECHO.

II. TITULIZACIÓN: POR QUÉ Y CÓMO.

1. La importancia económica de la personalidad jurídica.

2. «Partición» de activos y operaciones de titulización/financiación estructurada.

A. De la separación de actividades empresariales a la separación de conjuntos de activos: la titulización o financiación estructurada.

B. La clásica «titulización de efectivo» o de flujo de caja (*cash securitization*).

C. Otras variedades de titulización: la titulización «sintética» y la «titulización de negocio».

a. Titulización sintética.

b. Titulización de negocio.

3. Titulización y partición de activos en los países civilistas. El modelo «normativizado» de financiación estructurada.

4. Financiación estructurada, separación patrimonial y crisis.

A. Relaciones «micro» con consecuencias «macro»: titulización y crisis financiera.

B. La persistencia de los incentivos: *Exchange-traded products*; ¿el siguiente capítulo de la saga?

5. Ámbito del trabajo: problemas patrimoniales, regulatorios y de gobierno.

A. El ámbito del presente trabajo.

B. ¿Es relevante el presente trabajo? La aplicación del Derecho español a transacciones sofisticadas.

a. La relevancia interna: la titulización en España.

b. La relevancia exterior: el ámbito territorial de las normas españolas.

III. TITULIZACIONES «DE EFECTIVO», TRANSMISIÓN Y TITULARIDAD DE LOS ACTIVOS, Y «RECARACTERIZACIÓN» DE LA TRANSACCIÓN.

1. El problema.

2. Las decisiones de los tribunales en la jurisprudencia comparada.

3. Cesión, recaracterización y Derecho español.

A. El problema de la caracterización.

B. Recaracterización y regulación: el problema patrimonial en el modelo «normativizado».

C. Los riesgos (reales) de la recaracterización en España.

4. El conflicto subyacente y sus problemas de ejecución, gestión y agencia.

IV. TITULIZACIONES DE NEGOCIO, CESIONES DE ACTIVOS FUTUROS Y CESIONES «ROTATIVAS» O «FLOTANTES».

1. Titulización y cesión de activos futuros.

A. Problemas de validez.

B. Problemas de eficacia real frente a terceros.

C. Problemas de conformidad con el orden público y límites.

2. Titulización y cesión «rotativa» o «flotante».

A. Consideración del problema.

B. Objeto de la garantía, subrogación real y afectación patrimonial.

C. La interpretación de las normas de garantías.

a. La admisión expresa de la «rotatividad» y flotabilidad en normas especiales.

b. La Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento.

c. El régimen de la prenda, y la posibilidad de combinar regímenes.

d. «Rotatividad» y evolución.

3. El conflicto subyacente y sus problemas de ejecución, gestión y agencia.

V. TITULIZACIONES SINTÉTICAS, CLÁUSULAS DE CAMBIO DE PREFERENCIA Y OTROS PROBLEMAS.

1. El incierto panorama de la titulización sintética.

2. Titulización sintética y cláusulas de cambio de preferencia (I). El problema en la jurisprudencia comparada.

3. Titulización sintética y cláusulas de cambio de preferencia (II). La norma española y la necesidad de interpretación.

4. El conflicto subyacente y sus problemas de ejecución, gestión y agencia.

VI. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN. LOS PROBLEMAS TRASCENDENTES Y EL AVANCE DEL DERECHO

Si el Derecho es un producto del razonamiento humano enfrentado a la resolución de problemas pocos ejercicios puede haber tan enriquecedores para la reflexión jurídica como el planteamiento de un caso complejo. En este sentido, los casos aparentemente más sofisticados y específicos son los que nos obligan a plantear las preguntas más básicas del Derecho. La filosofía del Derecho o *iuris prudentia* se pregunta qué es Derecho[(2)], qué valor tienen los conceptos jurídicos[(3)], cuál es el rol de los tribunales, y cuál la interrelación

(2) HART, H.L.A., *The Concept of Law,* second edition, Oxford: Oxford University Press, 1997, pp. 1-6.

(3) HART, H.L.A., «Jhering's heaven of Concepts and Modern Analytical Jurisprudence», en *Essays in Jurisprudence and Philosophy* Oxford: Oxford University Press, 1983, p. 265 *et seq*.

entre políticas (*policies*), principios, reglas[4], y discrecionalidad[5], o la relación entre certeza y equidad para garantizar el Estado de Derecho (o la *rule of law*)[6]. Pero este proceso de reflexión surge de la perplejidad del jurista ante los casos complejos, donde soluciones contrapuestas parecen arrancar de construcciones igualmente lógicas y correctamente fundadas en principios de igual o similar peso.

Dentro de los casos difíciles se encuentran los casos «marginales», donde el problema estriba en si un principio o regla se aplica a una situación límite, cuestión de apreciación y muy apegada al caso concreto. Frente a estos se encuentran los casos «fundamentales» o «trascendentes» (*pivotal*) que concitan la reflexión sobre la naturaleza y sentido mismos del principio o regla, que puede conducir a una revisión de sus fundamentos[7]. Son los segundos los que más contribuyen al avance del Derecho descrito arriba.

El presente trabajo pretende poner de manifiesto la situación de estrés a la que algunos principios y reglas del derecho patrimonial han sido sometidos como resultado de la irrupción de las sofisticadas transacciones financieras consideradas bajo la denominación de «transacciones fuera de balance», como la «financiación estructurada» o titulización. Para algunos, estas transacciones seguramente representan un caso «marginal». En este trabajo se defiende que, por el contrario, se trata, en muchos sentidos, de casos «fundamentales», que cuestionan elementos básicos de nuestro Derecho. En concreto, al constituir un ejemplo básico de separación/partición/disociación patrimonial, la financiación estructurada presenta el terreno perfecto para explorar las consecuencias que dicha separación plantea, tanto desde el punto de vista de la protección jurídico-real de los derechos, como desde el plano de los conflictos de interés, y las interrelaciones entre ambas.

Para mayor claridad se ha dividido este artículo en una primera sección, donde se estudia el fenómeno de la titulización, sus variedades y los incentivos que genera, y se perfila y justifica el objeto de estudio. A continuación vienen otras tres secciones, donde se estudian los problemas específicos generados por la separación patrimonial a la que da lugar la titulización en sus diversas variedades, y los retos que plantean para nuestro Derecho patrimonial, cerrándose el trabajo con una serie de conclusiones.

II. TITULIZACIÓN: POR QUÉ Y CÓMO

1. La importancia económica de la personalidad jurídica

La personalidad jurídica es una de esas cuestiones capaces de suscitar respeto y reverencia o frialdad y distanciamiento por igual entre los juristas. Sea como fuere, existen pocos conceptos tan evocadores en la literatura, y, precisamente por ello, no corresponde a estas líneas el realizar un análisis del mismo[8]. Por el contrario, el interés de estas líneas se

(4) DWORKIN, R., *Taking Rights Seriously. New Impression with a reply to Critics*, London: Duckworth, 2005, 14-81.

(5) HART, H.L.A., *The Concept of Law, op. cit.,* pp. 141-147, 252-254, 272-276; DWORKIN, Ronald, *Taking Rights Seriously, op. cit.,* p. 31-39.

(6) BINGHAM, T., *The Rule of Law*, London: Penguin, 2010, pp. 37-48.

(7) DWORKIN, R., *Law's Empire,* Cambridge, MA: Harvard University Press, 1986, p. 10 y ss.

(8) En este sentido, ver DE CASTRO Y BRAVO, F., *La Persona Jurídica,* Madrid: Civitas, 1981, 310 p.

encuentra en el estudio de las consecuencias económicas de esta noción, una vez reducida a su mínima expresión.

En este sentido, probablemente el estudio más esclarecedor ha sido el realizado por los profesores Henry HANSMANN, Reinier KRAAKMAN y Richard SQUIRE[9]. En su estudio los profesores trabajaron sobre el concepto que los civilistas denominaríamos «patrimonio separado», y lo asimilaron a la noción de «protección de la entidad» (*entity shielding*), que implica la protección de los activos de la entidad del alcance de los acreedores de los dueños de dicha entidad[10]. Ello comporta dos consecuencias distintas: (1) la regla de *preferencia* a favor de los acreedores de la entidad respecto de los acreedores de los dueños de ésta; (2) una regla de «protección frente a la liquidación» (*liquidation protection*) de modo que (A) los dueños de la entidad no puedan retirar libremente su participación en los activos, forzando la liquidación total o parcial de la entidad,y (B) los acreedores de dichos dueños no puedan ejecutar sus derechos sobre los activos de la entidad[11], de modo que se proteja el valor de la misma como «empresa en funcionamiento».

La personalidad jurídica (o las reglas en las que se plasma) se complementa con la responsabilidad limitada; que comporta la regla complementaria: mientras la primera supone la protección de los activos de la entidad de los acreedores de sus dueños, la segunda supone la protección de los activos de los dueños de los acreedores de la entidad; de modo que, con el juego de ambas, se alcanza el objetivo de «separación/división/partición de activos» (*asset partitioning*)[12].

Desde un punto de vista estrictamente económico, la combinación de ambas nociones permite la especialización y el desarrollo de ventajas competitivas de diferentes tipos de acreedores para evaluar la adecuación de (1) los activos de la entidad por un lado y (2) los activos de sus dueños, por otro, para servir de garantía (implícita o explícita) de los diferentes créditos, lo que trae consigo una reducción en el coste de financiación, y, por consiguiente, una mejora en el acceso a los mercados del crédito y de capitales[13].

2. «Partición» de activos y operaciones de titulización/financiación estructurada

A. De la separación de actividades empresariales a la separación de conjuntos de activos: la titulización o financiación estructurada

Desde el punto de vista convencional del empresario social, la división de activos mediante las normas de protección de la personalidad jurídica y de la responsabilidad limitada

---

(9) HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R.; SQUIRE, R., «Law and the Rise of the Firm», *Harvard Law Review,* Vol. 119 (2006), p. 1333. Ver también HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., «The Essential Role of Organizational Law», *Yale Law Journal* Vol. 110 (2000), p. 387.

(10) HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R.; SQUIRE, R., «Law and the Rise of the Firm», *op. cit.*; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., «The Essential Role of Organizational Law», *op. cit.*

(11) HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., «The Essential Role of Organizational Law», *op. cit.,* p. 411-412.

(12) HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R., «The Essential Role of Organizational Law», *op. cit.*

(13) KRAAKMAN, R. *et al., The Anatomy of Corporate Law,* Second Edition, Oxford University Press, 2009, p. 10.

facilitan, por un lado, y hacen necesaria, por otro, la presencia de reglas que apoderen a terceros para realizar transacciones que afecten a los activos de la entidad (principio de gestión delegada)[14]. Asimismo, siempre desde este punto de vista, la lógica de la separación patrimonial puede aplicarse igualmente a las diferentes líneas de negocio o ramas de actividad de la empresa, permitiendo a los acreedores una especialización cada vez mayor en la evaluación de la capacidad crediticia de las diversas actividades, con la consiguiente reducción del coste de financiación debido a la reducción de la prima de riesgo asociada a la incertidumbre.

Sin embargo, junto a la lógica «empresarial» de aplicar la separación/partición de activos a líneas de negocio o ramas de actividad puede utilizarse una lógica «patrimonial» para aplicarla simplemente a grupos de activos con capacidad de generación de efectivo, sin necesidad de que exista una actividad empresarial para dicha generación. Ésta es, de hecho, la lógica que se aplica en las operaciones garantizadas con hipoteca o arrendamiento financiero. Llevando dicha lógica un paso más allá, es posible utilizar la personalidad jurídica (o, más bien, las reglas de protección patrimonial derivadas de la misma) para aislar una serie de activos, de modo que las líneas de demarcación queden aún más claras que en el caso de una operación con garantía. Éste es el punto de partida de la titulización (*securitization*), y las transacciones de financiación estructurada (*structured finance*) o crédito estructurado (*structured credit*).

*B. La clásica «titulización de efectivo» o de flujo de caja (*cash securitization*)*

En la operación tipo de titulización (denominada en la jerga financiera «titulización de efectivo», o *«cash securitization»*) todo el proceso comienza con una sociedad («originador» o «sponsor») que posee un paquete de activos (típicamente, una entidad de crédito con una cartera de préstamos hipotecarios, créditos de tarjetas, o, incluso, obligaciones de empresa). Dicha sociedad puede desear (1) incrementar su liquidez, (2) reducir las exigencias de capital por aplicación de la regulación bancaria; o (3) obtener un beneficio de la venta de dichos activos.

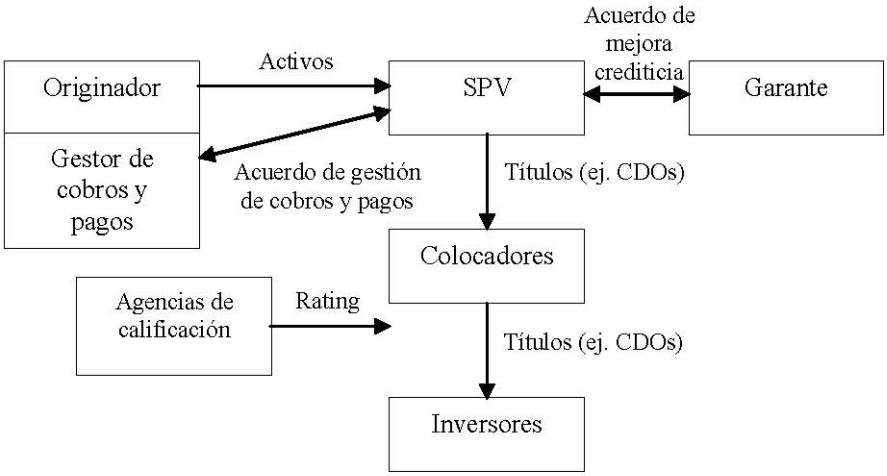
Para ello, generalmente con el asesoramiento de intermediarios financieros (típicamente, bancos de inversión), la entidad originadora creará el denominado «vehículo de propósito específico» (*special purpose vehicle* o *SPV*) o «entidad de propósito específico (*«special purpose entity»* o *SPE*), para lo cual se elegirá, generalmente, (1) la forma de sociedad de capital (típicamente una *corporation*) o (2) la forma de *trust*[15]. Esta denominación tiene sentido si consideramos que los estatutos (o el *deed of trust*) que la constituyen *especifican* sus actividades hasta el punto de restringirlas a la adquisición de los activos, por un lado, y a la emisión de títulos con distintas denominaciones según el tipo de transacción (*Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP), *Collateralized debt Obligations* (CDOs), etc). Los títulos emitidos por el SPV son colocados en el mercado

(14) *Ibid.,* p. 8, 10.

(15) El *trust* puede constituirse como un *grantor trust*, típico para titulizaciones «de una vez» donde se transmite una cartera concreta de activos, y se emiten títulos cuyo rendimiento es respaldado por dichos activos, sin que posteriormente se renueve el activo o el pasivo del *trust*; o bien otras formas, como el *master trust*, cuando se renueva el activo o el pasivo, o se realizan varias operaciones de titulización.

por los «colocadores» (típicamente, bancos de inversión) y adquiridos por los inversores, para lo cual habrán recibido la correspondiente calificación crediticia por parte de una de las agencias de calificación reconocidas por el mercado y los reguladores (Moody's, Standard&Poors o Fitch).

A pesar de que la titularidad de los activos recae en el vehículo, el mismo carece de la infraestructura necesaria para hacerse cargo de los mismos y asegurar su rendimiento. Pensemos en una cartera de préstamos hipotecarios, donde es precisa la existencia de un servicio de gestión de cobro; o de cualquier tipo de derecho que genera una obligación de pago, cuyo efectivo debe canalizarse a través de las correspondientes cuentas bancarias hasta llegar a los inversores. Para ello se suscriben acuerdos de gestión de cobro y de efectivo (*«servicing agreements»*) típicamente con el propio originador, que es el que posee un mejor conocimiento de los activos (y los deudores). Asimismo, para suplir tanto la posible descoordinación entre cobros y pagos como para cubrir las posibles necesidades de efectivo más permanentes se suscriben acuerdos de mejora crediticia, en virtud de los cuales el garante se compromete a adelantar los fondos necesarios, o a recomprar algunos de los activos subyacentes, para así evitar impagos parciales a los inversores, función (la de garante) que también suele asumir el originador/sponsor. En conjunto, la estructura de la transacción es la siguiente:



C. Otras variedades de titulización: la titulización «sintética» y la «titulización de negocio»

Con la lógica de la «separación/partición de activos» presente, las posibilidades que la misma ofrece son casi ilimitadas, de modo que sólo podemos limitarnos a ofrecer algún otro ejemplo representativo, como es el caso de la denominada «titulización sintética» (*synthetic securitization*), o la «titulización de negocio» (*whole business securitization*).

a. Titulización sintética

Comenzando por la primera, el *quid* de la cuestión en la titulización sintética se encuentra en el modo de separación del riesgo patrimonial asociado a los activos. En el modelo tradicional («titulización de efectivo») riesgo y propiedad iban de la mano, de modo que la transmisión del primero se lograba mediante la transmisión de la segunda (mediante cesión de créditos, novación, etc.).

En la titulización sintética los activos cuyo riesgo se tituliza, y denominados «Obligaciones de Referencia» (*Reference Obligations*) continúan siendo propiedad de la entidad originadora, y la transmisión del riesgo asociado a dichos activos se realiza mediante la suscripción de un derivado financiero con la SPV. Para ello la SPV emite una serie de títulos (típicamente denominados *Credit Linked Notes* o *CLNs*) con diferentes niveles de preferencia (ej. *«súper senior»*, *«senior», «mezzanine», «junior»*)[16]. El efectivo obtenido de la emisión se utilizará para adquirir una cartera de activos libres de riesgo [generalmente bonos del Tesoro Americano (*Treasury Bills*) o similares] que se depositarán en una cuenta gestionada por un tercero[17], y gravado con un derecho de garantía mobiliaria[18] a favor de la Contraparte, y otro a favor de los inversores[19].

Con el respaldo de estos activos la SPV suscribirá un contrato de «derivado de crédito» (*credit derivative*) específicamente concebido para el caso (de modo que será de los denominados «negociados en mostrador» o *«over-the-counter»*) con la denominada «Contraparte del Swap» (*Swap Counterparty*), normalmente una entidad del grupo del sponsor. El contrato derivado será, típicamente, un «swap de impago de crédito» o *credit default swap* (*CDS*)[20]. El efecto de este derivado es el siguiente: mientras todo transcurra sin incidencias los inversores recibirán, por un lado, los pagos periódicos de los activos libres de riesgo depositados en la cuenta; y, por otro, el pago por la Contraparte de una serie de cantidades (primas, o *premiums*) que, normalmente, se corresponderán con el exceso de pago de las Obligaciones de Referencia sobre el pago de los activos libres de riesgo depositados en la cuenta (de modo que, en la práctica, recibirán un pago equivalente al resultante de las Obligaciones de Referencia).

---

(16) BELL, I.; DAWSON, P., «Synthetic Securitization: Use of Derivative Technology for Credit Transfer», *Duke Journal of Comparative and International Law* n.º 12 (2002) p. 551-555.

(17) RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization* Oxford: Oxford University Press, 2010, § 1.27, p. 9; BELL, I.; DAWSON, P., «Synthetic Securitization: Use of Derivative Technology for Credit Transfer» *op. cit.,* p. 559.

(18) Para un civilista la equivalencia inmediata sería la del derecho de prenda. No obstante, en los países de *common law* la figura equivalente a la prenda (*pledge*) conlleva siempre el desplazamiento posesorio, sin que se haya hecho un esfuerzo como en los países civilistas para flexibilizar este requisito. Ello no ha sido necesario, por otra parte, en la medida en que cuentan con la figura de la *charge*, que permite utilizar un activo como garantía sin que haya desplazamiento posesorio. Para una explicación más en profundidad de estas distinciones, ver GOODE, Roy *Legal Problems of Credit and Security* Fourth edition, Sweet & Maxwell, 2008, § 1.08 y 1.43-1.52, p. 6, 30-38.

(19) Para centralizar el ejercicio de dicho derecho, el mismo se concede «en *trust*», para el denominado *«security trustee»*, figura encargada de ejecutar la garantía a favor de los inversores. En relación con el «security trustee» y los «trustees» en las transacciones de emisión de deuda en los países anglosajones, ver RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit*. § 4.07-4.09, pP. 137-138.

(20) BELL, I.; DAWSON, P., «Synthetic Securitization: Use of Derivative Technology for Credit Transfer», *op. cit.,* p. 551-559.

La cuestión definitoria tiene lugar cuando en la cartera de Obligaciones de Referencia tiene lugar un deterioro significativo, consistente en el impago de un porcentaje elevado de las mismas, la reducción del margen de efectivo respecto de las obligaciones, o la rebaja (por debajo de un determinado nivel) de la calificación crediticia. En todo caso, debe tratarse de eventualidades que se encuentren contempladas como una «circunstancia de crédito», o «circunstancia de ejecución» (*«Credit Event»* o *«Enforcement Event»*) en los documentos contractuales de la transacción. Siendo así, la Contraparte podrá hacer valer su derecho sobre los activos depositados en la cuenta, tomando posesión de los mismos; y, al tiempo, deberá transmitir las Obligaciones de Referencia, o su equivalente en efectivo, a la SPV, a beneficio de los inversores[21]. En el caso opuesto; es decir, que sea la Contraparte (u otra entidad contemplada en los documentos contractuales) la que incumpla sus obligaciones de pago, serán los inversores (generalmente a través de un *trustee*[22]) los que ejecuten la garantía y tomen posesión de los activos libres de riesgo.

b. Titulización de negocio

El caso de la «titulización de negocio» (*whole business securitization*) supone una aplicación de la «división de activos» (mediante las reglas propias de la personalidad jurídica y la responsabilidad limitada) a medio camino entre la «lógica empresarial» (de separación de líneas de negocio y ramas de actividad) y la «lógica patrimonial» (de separación de conjuntos o carteras de activos).

En la titulización de negocio, utilizada para (re)financiar una actividad operativa una institución financiera otorga al sponsor un préstamo garantizado mediante un derecho sobre los activos afectos a dicha actividad (y los flujos de efectivo, presentes o futuros) generados por dicha actividad. Este préstamo se transfiere al vehículo; el cual emite los correspondientes títulos; junto con la garantía. Dada la naturaleza de la operación, donde el sponsor debe seguir operando el negocio para generar el suficiente efectivo para pagar la deuda, no se otorga al vehículo la propiedad de los activos; sino un derecho real de garantía (esto es, limitado), suficiente para asegurar el cobro[23]. En caso de concurso del sponsor el derecho aplicable a la transacción debe permitir la toma de control del negocio por parte de una persona (o entidad) que actúe para el beneficio exclusivo de los inversores[24].

3. Titulización y partición de activos en los países civilistas. El modelo «normativizado» de financiación estructurada

Lo expuesto hasta ahora recoge, si bien de manera sucinta, algunos de los elementos más destacables de la práctica titulizadora de los países anglosajones, donde esta práctica ha sido más popular. Sin embargo, no es difícil observar que, de modo recurrente, dichas

(21) *Ibid*., p. 560.

(22) RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit*., § 4.07, p. 137.

(23) HILL, C., «Whole Business securitization in Emerging Markets», *Duke Journal of Comparative and International Law* n.º 12 (2002), p. 525.

(24) En el caso del derecho inglés ello se ha venido haciendo a través de la figura del *receiver*. Antigua sección 32 de la *Insolvency Act* inglesa.

estructuras descansan sobre la figura del trust; cuya validez es objeto de gran controversia en el Derecho de los países civilistas, cuando no anatema. Las objeciones han estado tradicionalmente asociadas a la teoría de la causa[25], al principio de *numerus clausus*[26], o al carácter indivisible del derecho de propiedad[27]. En la actualidad se observa desde hace tiempo una tendencia hacia la admisión de esta figura, primeramente por las jurisdicciones civilistas que, a su vez, se encuentran insertas en jurisdicciones anglosajonas (caso de Louisiana, o Quebec)[28]; después en países que poseen intensos lazos comerciales con países anglosajones (caso de México, o en general, de los países latinoamericanos)[29] y, finalmente, en países civilistas «de nucleo duro» (caso de Francia, con su reciente modificación del Código civil para introducir la figura de la fiducia[30]; o de Italia, con la reforma del Código civil en materia de *patrimoni destinati* o *finanziamenti destinati*)[31], seguidas por la evolución paralela del entorno legislativo internacional, con la firma de la Convención de La Haya sobre Ley Aplicable al *Trust,* y su Reconocimiento[32].

Sin embargo, el propio término «tendencia» implica un movimiento o trayectoria, lo que, a su vez, indica que aún no se ha alcanzado el punto de destino, con la normalización de la figura, de modo que pueda utilizarse con la misma naturalidad que el derecho de prenda o la cesión de créditos. Generalmente las reformas adoptadas siguen contemplando al *trust* o figura similar como una estructura excepcional, que debe ser empleada para fines específicos, lo que genera gran incertidumbre sobre su uso en supuestos fuera de la norma.

Ello ha conducido a que la adopción de la titulización en el mercado haya debido venir precedida de la promulgación de normas específicas que doten a la propia transacción (no sólo a la estructura de los derechos sobre los activos) de carta de naturaleza. Tal es el caso de las diversas «leyes de titulización», presentes en España[33], Francia[34], Italia[35], Luxemburgo[36] o Portugal[37]. Lo interesante de estas normas reside en el difícil equilibrio que deben alcanzar, por un lado, entre la dimensión civil «patrimonial» que desean cubrir (y que

---

(25) DE CASTRO, F., *El Negocio Jurídico,* Madrid: Civitas, 1985.

(26) BOLGÁR, V., «Why no Trusts in Civil Law?», *American Journal of Comparative Law* Vol. 2 (1953), p. 204.

(27) Es posible otorgar derechos reales limitados, pero no dividir la propiedad, por ejemplo en «formal» y «real» como hace la figura del *trust*, pues ello entraría en contradicción con el principio burgués de indivisibilidad de la propiedad. ARROYO MARTÍNEZ, I., «Trust and the Civil Law», *Louisiana Law Review* Vol. 42 (1982), p. 1719.

(28) LORIO, K. V., «Louisiana Trusts: the Experience of a Civil Law Jurisdiction with the Trust», *Louisiana Law Review* n.º 42 (1982), p. 1725; METTARLIN, D. N., «The Quebec Trust and the Civil Law», *McGill law Journal* Vol. 21 (1975), p. 177-80.

(29) MOLINA PASQUEL, R., «The Mexican Fideicomiso: The Reception, Evolution and Present Status of the Common Law Trust in a Civil Law Country», *Columbia Journal of Transnational Law* n.º 9 (1969), p. 55.

(30) Artículos 2011 y siguientes del Código civil francés desde su modificación por la Ley 2007/211.

(31) Artículos 2447 *bis – decies* del Código civil italiano. No obstante, la reforma se centra, más bien, en la separación patrimonial, que en la cuestión de la división del derecho de propiedad.

(32) Convención de La Haya sobre Ley Aplicable al Trust y su Reconocimiento.

(33) Ley 19/1992 sobre Fondos de Titulización Hipotecaria; Real Decreto 926/1998 sobre Fondos de Titulización.

(34) Código Monetario y Financiero, artículos L214-43 y siguientes.

(35) Ley 130/1999 sobre Titulización.

(36) Ley de Titulización de 2004.

(37) Real Decreto Ley 453/1999.

justificó la necesidad de su aprobación en primer lugar) y la dimensión administrativa reguladora; y, por otro, entre el propósito «habilitante» o «facilitador» de la transacción, que imbuye su contenido, y el fin «restrictivo» o limitador, que siempre se encuentra presente en toda normativa que regule instituciones, productos, servicios o mercados financieros (sometidos al principio de limitación de actividades y régimen de autorización).

Las estructuras propuestas por las normativas referidas arriba varían fundamentalmente en torno a tres elementos: (1) la naturaleza del vehículo que permite la división de activos; (2) la presencia o no de un gestor del vehículo; o (3) la regulación o no del rol del depositario. En relación con el primer aspecto, (1) las normas contemplan vehículos de naturaleza societaria o fondiaria (*trust*). Lo primero es la opción principal en Italia(38), y una posibilidad en Francia, Luxemburgo o Portugal(39). Lo segundo es la única opción en España(40), mientras que los países que reconocen los vehículos de tipo societario también reconocen la posibilidad de utilizar fondos de titulización(41). En relación con el segundo aspecto, (2) la ausencia de gestión externa, a través de una sociedad gestora, es la opción principal en Italia(42), y una opción posible en Luxemburgo o Portugal(43). La presencia de una sociedad gestora (siguiendo el modelo de las instituciones de inversión colectiva para la titulización) es la única opción que contemplan las normas española y francesa(44), y una posibilidad en Italia, Luxemburgo y Portugal(45). En relación con el tercero de los aspectos, (3) la figura del «depositario» como entidad expresamente contemplada es una característica de las normas francesa y portuguesa(46), mientras que la misma se haya ausente de las normas española, italiana o luxemburguesa.

Con esta situación las diversas normas responden de modo afirmativo a la pregunta básica de si la titulización es posible en los países civilistas. Sin embargo, dejan sin responder un buen número de preguntas. Una de las más importantes es si resulta posible efectuar una operación de titulización fuera del marco de la norma; por ejemplo utilizando un vehículo de tipo societario o fondiario no registrado como vehículo de titulización ante el correspondiente organismo regulador, o, incluso, constituido en el extranjero (una sociedad irlandesa, o un *trust* en las Islas Caimán), y cuáles serían las consecuencias en caso de una respuesta negativa. Este tipo de preguntas se han vuelto cada vez más perentorias una vez demostrada la íntima conexión entre las operaciones de financiación estructurada y la crisis que estuvo a punto de destruir el sistema financiero global entre 2007 y 2009.

---

(38) Artículos 1 y 3 de la Ley 130/1999.

(39) Código Monetario y Financiero francés, arts. L214–49ff; artículos 2 y 4 de la Ley luxemburguesa de titulización 2004, artículos 3(b) y 3(f) del Decreto-Ley 453/99 de Portugal.

(40) Artículo 5 de la Ley 19/1992, y artículo 1 del Real Decreto 926/1998.

(41) Artículos L-214-49-4 del Código Financiero y Monetario francés, artículo 7 (b) de la Ley italiana 130/1999, artículo 2 de la Ley luxemburguesa de titulización.

(42) Artículos 1 y 3 de la Ley italiana 130/1999.

(43) Artículos 2 y 4 de la Ley luxemburguesa, artículos 3 (b) y (f) Decreto-Ley 453/1999 portugués.

(44) Artículo 6 de la Ley 19/1992 y 12 y ss. del Real Decreto 926/1998; artículos L-214-49-1 y L214-49-6 del Código Financiero y Monetario francés.

(45) Artículos 2 y 6 (2) de la Ley luxemburguesa de titulización, artículo 7 (b) de la Ley italiana 130/1999, artículos 9 (1) y 15 (1) del Decreto Ley portugués 453/99.

(46) Artículos L214-49-1, L214-49-6 y L214-49-7 para. II del Código Financiero y Monetario Francés, artículo 23 y ss. del Decreto Ley portugués 453/99.

4. Financiación estructurada, separación patrimonial y crisis

A. Relaciones «micro» con consecuencias «macro»: titulización y crisis financiera

En principio la titulización es una operación de naturaleza relativamente aséptica: existen una serie de activos, o de riesgos asociados a dichos activos, que se quieren transferir a una serie de personas que están dispuestas a asumir los activos/riesgos a cambio del rendimiento que traen consigo. Es más, la titulización trae consigo efectos beneficiosos para el sistema financiero (principalmente bancario) en su conjunto. En una situación sin titulización cada entidad de crédito debe soportar el riesgo asociado a su cartera de activos, la cual, generalmente, tendrá una elevada concentración geográfica y por tipo de cliente. Esta concentración incrementa la correlación entre los activos, de modo que será más fácil que se produzca un impago generalizado de los mismos, con el consiguiente riesgo de concurso de la entidad, lo que afectaría a la estabilidad del sistema bancario en su conjunto.

Frente a este escenario, la titulización permite la división del riesgo asociado a los activos en pequeñas participaciones que, a su vez, pueden distribuirse entre otras muchas entidades, incrementando la mayor dispersión del riesgo, de modo que, en la hipótesis de una crisis concentrada geográficamente, por ejemplo, todas las entidades sufrirían pérdidas (leves o significativas), pero ninguna se situaría al borde del concurso, preservándose la integridad del sistema interbancario y financiero en su conjunto.

Esta hipótesis, sin embargo, asume la inexistencia de influencia entre la transmisión de riesgos por parte de las entidades titulizadoras, y los incentivos de estas entidades. Si se piensa por un instante, en un modelo de banca tradicional, *sin* titulización las entidades de crédito conceden crédito y lo mantienen en su balance hasta su cancelación (modelo denominado de «originar para mantener» u *«originate to hold»*). En un modelo *con* titulización donde las entidades conceden crédito para luego distribuirlo en el mercado (*originate to distribute*) dichas entidades no sólo titulizan, sino que *saben* que van a titulizar, y son conscientes de la imposibilidad de que los inversores realicen un estudio o supervisión periódica tan pormenorizados del deudor. Generalmente, al menos en Estados Unidos, el mercado secundario confiaba en el denominado *«FICO score»* o calificación crediticia del concreto prestatario, considerando «aptos» para titulizar los préstamos concedidos a solicitantes por encima de una determinada calificación, y «no aptos» a los préstamos concedidos a solicitantes por debajo[47].

En este escenario, la tentación era demasiado fuerte para muchas entidades. Mientras que en una situación *sin* titulización la entidad no se conformaría con la calificación crediticia del solicitante, sino que pediría la justificación de ingresos estables (ej. mediante la presentación de nóminas) activos o avales, todas estas precauciones resultaban en un coste fijo e irrecuperable en una situación donde el préstamo podía transmitirse al mercado secundario de todas maneras. La situación de riesgo moral resultaba muy clara: la decisión de «supervisar/no supervisar» quedaba en manos del originador; las consecuencias negativas, del lado de los inversores.

(47) KEYS, B.; MUKHERJEE, T.; SERU, A.; VIG, V., «Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans», EFA 2008 Athens Meetings Paper, 2008, pp. 1-4.

Los estudios empíricos parecen demostrar que la titulización disparó la concesión de préstamos «aptos para ser titulizados»; es decir, por encima de un determinada calificación FICO con independencia de si estaban correctamente documentados[48]. De hecho, muchos de esos préstamos se concedieron con una baja o nula documentación[49]. Finalmente, los préstamos inmediatamente por encima del nivel «apto» tuvieron un nivel de impago superior al de los préstamos inmediatamente por debajo, cuando la diferencia en la calificación FICO habría sugerido lo contrario[50].

Es decir, aunque existe información cualitativa que permite estimar de modo mucho más fiable la capacidad crediticia de un deudor, un gran número de bancos renunció a la tarea de exigir y procesar estar información, en detrimento de los intereses de los inversores y del mercado en su conjunto. Y ello debido a los incentivos generados por la disociación entre quienes ostentaban los derechos económicos (beneficio y riesgo) de los activos (préstamos hipotecarios) y quienes controlaban el proceso de creación de dichos activos (su concesión).

B. La persistencia de los incentivos: Exchange-traded products; *¿el siguiente capítulo de la saga?*

La presencia de la crisis financiera, bien palpable aun a día de hoy en las economías y las conciencias de los países occidentales, debería resultar suficientemente disuasoria para comportamientos irresponsables. Sin embargo, los incentivos tienen como característica el ser persistentes, y la ley de los grandes números predice (casi siempre con acierto) que, dados los incentivos adecuados, una parte de los actores sometidos a ellos se comportarán de manera oportunista. Y la situación de agencia, con la separación entre propiedad (o su beneficio económico) supone la madre de todos los incentivos. Ciertamente el mercado de la titulización, al no atravesar por su momento más álgido en cuanto a reputación, es poco propenso a los abusos, sometido como está a un intenso escrutinio público y privado. Pero otros sectores han pasado a estar de moda, como es el caso de los denominados *«exchange traded products»*[51].

Al igual que en el caso de la titulización, los orígenes de estos productos son simples, modestos y benignos: son los «fondos índice», cuyo rendimiento «replicaba» el de los valores de un índice (mediante la adquisición de dichos valores o mediante contratos de derivados), permitiendo a inversores minoristas diversificar su cartera con un coste bajo[52]. Sin embargo, su expansión ha dado lugar a una enorme variedad de fondos con diferentes

---

(48) Los préstamos a deudores con una calificación FICO de 620 eran aptos para ser titulizados. En ausencia de distorsiones, el número de préstamos a deudores con una califiación FICO de 621-622, digamos, debería ser sólo levemente superior al número concedido a deudores con un FICO de 618-619, pues la mejora del riesgo de impago resultaba minúscula. En la práctica se observaba un salto enorme en el número de préstamos, que estaba marcado por la «titulizabilidad» de aquellos con un FICO de más de 620. *Ibidem*.

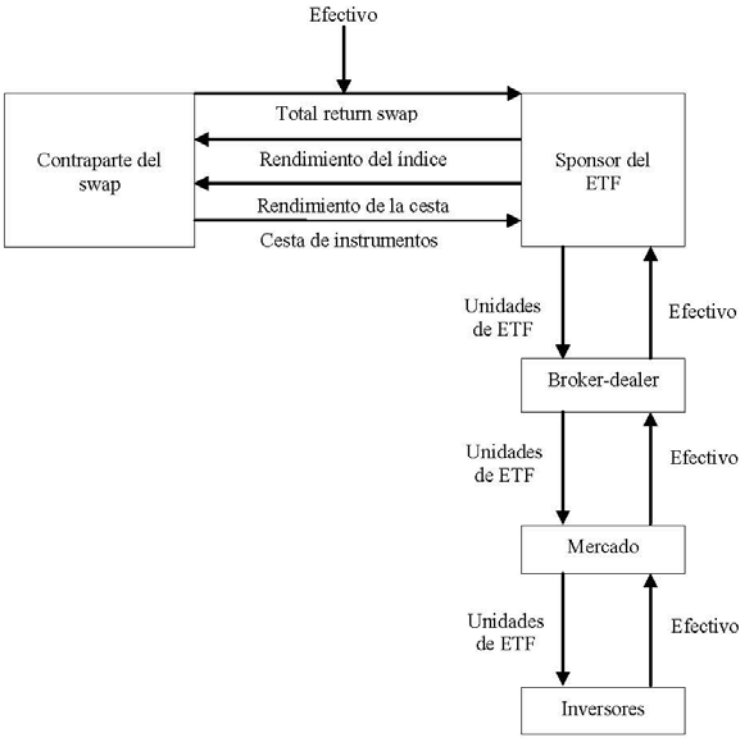
(49) *Ibid.,* pp. 13-17.

(50) *Ibid*., pp. 18-19.

(51) Ver, por ejemplo, «Briefing. Exchange-traded funds. Too much of a good thing», *The Economist* June 25th-July 1st, 2011, pp. 75-76.

(52) *Ibid*., p. 75.

estrategias inversoras y grados de apalancamiento. Asimismo, el uso de contratos de derivados permite asumir riesgos sin haber adquirido los valores; valores que, por si hubiera dudas, son frecuentemente ilíquidos. Siendo la falta de liquidez y el apalancamiento ingredientes ya conocidos, y con frecuencia precursores de situaciones de inestabilidad no es de extrañar que los *Exchange-traded products* fuesen objeto de tratamiento específico en documentos de trabajo del Financial Stability Board (FSB)(53), el Bank of International Settlements (BIS)(54), así como en el Informe de Estabilidad Financiera Global del Fondo Monetario International(55). Las estructuras sintéticas presentes actualmente en el mercado responden a un esquema similar al siguiente:



(53) RAMASWAMY, S., BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Market structures and systemic risks of exchange-traded funds,* BIS Working Papers n.º 343, April 2011, 17 p. El BIS, con sede en Basilea, es una organización international establecida en 1930 para promover la cooperación internacional en materia de política monetaria y financier, y sirve de banco para los bancos centrales. Bajo sus auspicios se han redactado los sucesivos marcos de Basilea I, II y III, que han servido de plantilla para el proceso más amplio de armonización de la regulación en materia de supervisión bancaria en los países occidentales.

(54) FINANCIAL STABILITY BOARD, *Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs),* 12 April 2011, 7 p. El FSB se estableció para coordinar al nivel internacional el trabajo de las autoridades financieras nacionales y los organismos encargados de establecer estándares internacionales; así como para desarrollar y promover la implantación de políticas efectivas en el plano regulatorio y supervisor.

(55) INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability Report. Durable Financial Stability*: *Getting there from Here,* April 11, 2011, p. 68-72.

El sponsor del ETF (ej. Barclays Global Inv) suscribe un derivado tipo *total return swap* con la contraparte, típicamente su sociedad matriz (ej. Barclays). En virtud de este swap el sponsor entrega efectivo, y la contraparte una cesta de instrumentos (normalmente, valores mobiliarios como acciones y bonos) pero, al mismo tiempo, la contraparte se compromete a pagar el rendimiento del índice pactado, mientras que el sponsor lo hace a pagar el rendimiento de la cesta. Para financiar la operación, el sponsor transmitirá a un participante en el mercado (un bróker, dealer, o, en general, los denominados *market makers*) a cambio de efectivo las unidades del ETF, que dan derecho a percibir el rendimiento del índice; y estos, a su vez, operarán con estas unidades en el mercado secundario (no olvidemos que la «T» de ETF es indicativa de *«traded»*), haciéndolas llegar a los inversores. Los activos que componen el índice y los que componen la cesta no tienen por qué ser iguales ni similares, desfase que puede dar lugar a comportamientos oportunistas, o, simplemente, susceptibles de engendrar riesgos de liquidez e inestabilidad(56).

5. Ámbito del trabajo: problemas patrimoniales, regulatorios y de gobierno

A. El ámbito del presente trabajo

En la situación posterior a la crisis financiera, se dan dos elementos que justifican el objeto de análisis del presente estudio. Por un lado, se ha incrementado el número de concursos y crisis patrimoniales de entidades, financieras y no financieras. Por otro, la titulización, y en general, los mecanismos de división/partición patrimonial, han adquirido un cierto estatus como transacciones sospechosas. Ello se debe, por un lado, a su asociación con la crisis financiera, como se describe más arriba; y, por otro, probablemente, a su complejidad y sofisticación, y a su desconocimiento por parte de jueces y tribunales (sin que hasta la fecha los operadores financieros hayan hecho una gran labor de promoción para demostrar el carácter «neutro» de estas transacciones).

En los siguientes apartados examinaremos los problemas concernientes a la «partición de activos» resultante de la financiación estructurada. Con independencia del método expositivo empleado, las cuestiones giran siempre a los mismos tipos de problemas de «convivencia»: (1) por un lado, la convivencia de normas específicas de tipo «regulatorio» o «reglamentista» que se engastan en nuestro Derecho para bendecir, prohibir o controlar determinados tipos de transacciones, con los principios generales del ordenamiento, aplicables a transacciones equivalentes; (2) la convivencia de distintos derechos detentados por distintas partes sobre un mismo objeto; y (3) la convivencia en dicho objeto de los intereses económicos de una parte, y las potestades de gestión de otra parte.

Esta triple convivencia muestra una realidad de la titulización que no siempre resulta evidente. De entrada, es cierto que los problemas de base a los que la titulización debe hacer frente son patrimoniales (cómo opera en efecto la separación patrimonial, especialmente en conflicto con otros acreedores, cuando conviven los derechos de varias partes sobre

(56) INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability Report. Durable Financial Stability*: *Getting there from Here, op. cit.*, p. 69-72; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs), op. cit.*, p. 3-5; RAMASWAMY, S. B., *Market structures and systemic risks of exchange-traded funds, op. cit.*, pp. 10-13.

unos mismos activos) y ellos constituyen el hilo conductor de la presente exposición. Pero hablar de «problemas patrimoniales», desde la torre de marfil de los principios y reglas generales de Derecho común en materia de propiedad, cesión y garantías, supone análisis unidimensional de eficacia reducida. Por un lado, es necesario poner estos principios en el contexto regulatorio específico, pues, como se verá, tales normas regulatorias poseen un fuerte contenido jurídico-privado, y afectan a materias cruciales de naturaleza patrimonial. Por otro, es necesario relacionar los principios y reglas que determinan la distribución y asignación de los derechos de propiedad y de garantía con los mecanismos de ejecución y control y «gobierno», entendido en sentido amplio; los cuales, en la práctica, garantizan la virtualidad práctica de tales derechos. El objetivo del presente trabajo es el de analizar los problemas patrimoniales, al tiempo que se trata de apuntar las interrelaciones entre estos y las cuestiones de regulación, gestión y gobierno.

B. ¿Es relevante el presente trabajo? La aplicación del Derecho español a transacciones sofisticadas

a. La relevancia interna: la titulización en España

Antes de proceder al análisis de los problemas que este tipo de transacciones pueden plantear para el Derecho concursal español es necesario responder a una objeción preliminar; la cual, formulada a modo de pregunta sería «pero, este problema ¿es realmente relevante para el Derecho español?». Esta objeción, a pesar de ser simple (o quizás precisamente por ser simple) resulta muy insidiosa, además de recurrente siempre que se decide analizar una cuestión novedosa y compleja que ya ha tenido repercusiones en la jurisprudencia comparada, típicamente anglosajona. La tendencia natural es a rechazar estos problemas de «alquimia contractual» como propios de sistemas más sofisticados, o con mayor fijación por lo complejo, por oposición al sistema español, más tradicional y con los pies en el suelo.

Quienes planteasen esta objeción podrían sorprenderse al conocer que España es uno de los mayores mercados europeos de titulización. En los años previos a la crisis era el segundo en tamaño sólo detrás de Gran Bretaña[(57)]. La titulización ha sido y es, pues, una realidad muy presente en el panorama bancario y financiero español.

Aun así, no deja de ser cierto que la titulización que ha tenido lugar en nuestro país ha sido, casi en su totalidad, titulización de efectivo, la versión más «clásica»; dejando de lado otros formatos más sofisticados[(58)]. De hecho, aun cuando el porcentaje del mercado de titulización español ha sido elevado respecto del europeo, dicho porcentaje se incrementa si se tiene en cuenta el domicilio de la entidad sponsor, y no el lugar de la transacción[(59)]. Ello significa que, aunque las entidades españolas titulizan en España, también lo hacen, y en grandes volúmenes, en el extranjero; en particular cuando la transacción posee elementos sofisticados, como por ejemplo una transacción sintética.

---

(57) LOSADA LÓPEZ, R., *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero,* CNMV Monografía n.º 14, 2006, p. 40 y ss.

(58) *Ibid*., p. 41.

(59) *Ibid*., p. 40.

b. La relevancia exterior: el ámbito territorial de las normas españolas

Es decir, la objeción inicial persistiría, si bien matizada: los problemas de estas transacciones son relevantes para el Derecho español sólo en el caso de titulizaciones de efectivo; pero no en el de las transacciones más sofisticadas, las cuales siguen siendo una cuestión para otros ordenamientos.

La admisión de la relevancia de los problemas de la titulización de efectivo para el Derecho español ya supone admitir la mayor; esto es, la necesidad de que las herramientas del Derecho tal como lo conocemos se adentren en terreno desconocido. Como veremos posteriormente, lejos de constituir la transacción mecánica que se nos describe en la literatura más transaccional, las dudas y problemas jurídicos son numerosos y de difícil resolución(60). Pero es que, además, cabe negar también la menor. A pesar de desarrollarse en buena medida en el extranjero, transacciones como las titulizaciones de negocio y sintética son (o pueden ser) relevantes para nuestro Derecho.

Y ello por una razón muy sencilla. Las partes (principalmente la entidad sponsor) pueden controlar la localización de elementos de la transacción como el vehículo (ej. utilizando una SPV irlandesa, luxemburguesa u holandesa, o, incluso, un *trust* en Estados Unidos o las Islas Caimán), los colocadores (que pueden ser entidades inglesas o estadounidenses) o el depositario. Pero dichas estructuras muy difícilmente pueden trasladar al extranjero elementos como la entidad sponsor o los activos. Así pues, la pregunta insidiosa que queda en el aire es si las partes de la transacción tienen potestad plena para decidir el Derecho aplicable a la misma.

En materias de naturaleza contractual rige el principio de autonomía de la voluntad en la selección del Derecho aplicable(61). No obstante, ello no es así en el Derecho concursal, donde la determinación de la jurisdicción y ley aplicable depende, para empezar, de si el modelo adoptado en el país es «territorial» (los jueces del Estado son competentes sobre, y su Derecho concursal aplicable a los activos y acreedores situados dentro de sus fronteras) o «universal» (un solo tribunal y un solo Derecho resulta aplicable a todo el procedimiento concursal)(62). Una perspectiva «territorial» tendría en cuenta si los activos están «situados» en nuestro territorio.

Aun cuando se adopte una perspectiva «universal», como la que acogen, hasta cierto punto, el Reglamento comunitario de Insolvencia (y las Directivas sobre Insolvencia de Entidades de Crédito y de Entidades Aseguradoras)(63) y la Ley Concursal española (artícu-

---

(60) *Infra* III-V.

(61) Artículo 3 (1) del Reglamento 593/2008 de 17 de junio de 2008 sobre Ley Aplicable a las Obligaciones Contractuales (en adelante, Reglamento Roma I).

(62) VIRGÓS SORIANO, M.; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F., *The European Insolvency Regulation. Law and Practice,* Kluwer Law International, 2004 p. 11; MASON, R., «Cross-Border Insolvency Law: Where Private International Law and Insolvency Law Meet», en OMAR, P.J., *International Insolvency Law. Themes and Perspectives,* Ashgate, Aldershot, 2008, p. 43; ISRAEL, J., *European Cross-Border Insolvency Regulation. A Study of Regulation 1346/2000 on Insolvency proceedings in the Light of a Paradigm of Co-operation and a Comitas Europaea,* Antwerpen/Oxford: Intersentia, 2005, p. 27.

(63) Reglamento 1346/2000 de 29 de mayo sobre procedimientos de insolvencia; Directiva 2001/24/CE de 4 de abril relativa al saneamiento y liquidación de las entidades de crédito (en adelante, Directiva de Insolvencia de

los 199 y siguientes) ello no significa que las partes de la transacción tengan el control sobre la jurisdicción y ley aplicable al concurso. Ambas se determinan con arreglo al lugar donde el deudor concursado tenga su «centro de intereses principales»(64). Ello supone que la Ley española sería aplicable, en principio, si la entidad sponsor entrase en concurso.

En caso de concurso de la SPV la pregunta sería algo más compleja de responder. Una de las características de muchas transacciones de titulización consiste en que los documentos constitutivos (escritura de constitución y estatutos, *articles of incorporation*, *deed of trust*, etc.) están diseñados de modo que la entidad no entre en concurso(65). Por ello, una primera duda sería si los procedimientos de liquidación de activos predeterminados en los documentos de la transacción podrían considerarse como de «concurso» o «insolvencia» a los efectos de determinar jurisdicción y ley aplicable (una interpretación teleológica de las normas podría indicar que sí)(66). Superado este problema, la competencia territorial y ley aplicable se determinan con arreglo al lugar donde se encuentre el «centro de intereses principales» (COMI)(67), lo que plantea una segunda duda: ¿dónde se entiende localizado el COMI de una SPV? De acuerdo con los preceptos del Reglamento, *Respecto de las sociedades y personas jurídicas, se presumirá que el centro de los intereses principales es, salvo prueba en contrario, el lugar de su domicilio social*, lo que avalaría la capacidad de las partes de seleccionar la jurisdicción y ley aplicable, en la medida en que tengan control sobre el lugar de domicilio de la SPV. No obstante, de acuerdo con los considerandos del Reglamento,

> *El centro principal de intereses debería corresponder al lugar donde el deudor lleve a cabo de manera habitual administración de sus intereses y que, por consiguiente, pueda ser averiguado por terceros*(68).

Así pues, en el caso de una SPV ¿el COMI se encontraría en su domicilio social, o bien en el domicilio de la entidad sponsor, donde en muchos casos se encontrarán todos o la mayoría de sus activos, así como las entidades de *servicing* y gestión de caja, etc.? La ju-

---

Entidades de Crédito); Directiva 2001/17/EC, de 19 de marzo, relativa al saneamiento y liquidación de entidades aseguradoras.

(64) Artículo 3 (1) del Reglamento 1346/2000 de 29 de mayo sobre procedimientos de insolvencia (en adelante, Reglamento Europeo de Insolvencia).

(65) Por ejemplo, previendo que decisiones como la de solicitar el concurso requieran la unanimidad de los administradores (siendo 3, y, típicamente, al menos uno de ellos independiente del sponsor); previendo procedimientos de liquidación específicos que se accionan con anterioridad a que se llegue a la situación de concurso, estableciendo las denominadas *non-petition clauses*, en virtud de las cuales los inversores se comprometen a no ejercitar individualmente ninguna acción, o las denominadas *non-recourse*, en virtud de las cuales el derecho de los inversores es *real*, contra los activos titulizados, pero no *personal*, contra la SPV, aunque ésta sea el emisor, etc. En este sentido, ver RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit.*, § 2-167, p. 98 *et seq*.

(66) *Ibid*., § 8.33, p. 362-363, a partir de una interpretación del artículo 2 (a) del Reglamento de Insolvencia y del caso C-341/04 *Re Eurofood IFSC Ltd* [2006] Ch. 508, que abogan por una interpretación amplia e inclusiva del término «procedimientos de insolvencia».

(67) Artículo 3 (1) del Reglamento 1346/2000.

(68) Considerando (13) del Reglamento 1346/2000.

risprudencia doméstica ha interpretado este concepto en un modo que ha tendido a otorgar competencia a los tribunales nacionales, y a aplicar el Derecho nacional[69].

La jurisprudencia comunitaria, en el caso *Eurofood*, mostró una inclinación inicial por parte del tribunal hacia una interpretación formalista del concepto de COMI, otorgando la jurisdicción sobre una filial-vehículo emisora de títulos de deuda a los tribunales del país de su domicilio (Irlanda) en defecto de los del país de domicilio de la matriz (Italia)[70]. No obstante, no deja de ser cierto que, en el caso *Eurofood* (con el concurso de Parmalat de fondo), pudo influir en la decisión del TJCE que la asunción de competencia por los tribunales italianos se realizó de modo posiblemente brusco y sobre la base de una disposición sobre consolidación de procedimientos que, quizás, no tenía suficientemente en cuenta la personalidad jurídica separada de las entidades de un mismo grupo ni la diversidad de jurisdicciones (se trataba de una disposición más concebida para procedimientos nacionales)[71], por lo que serían precisas más decisiones para alcanzar una conclusión definitiva.

En todo caso, fuera del ámbito de las normas comunitarias, pero dentro del de la insolvencia internacional, destaca la interpretación que han realizado los tribunales estadounidenses sobre la norma concursal de este país (que adopta la Ley Modelo de la CNUDMI sobre Insolvencia Transfronteriza) en casos donde las entidades insolventes eran patrimonios separados (en estos casos, de inversión alternativa, o *hedge funds*) con una escasa conexión con el Estado de su domicilio (Islas Caimán). Los tribunales estadounidenses denegaron, en un caso, la posibilidad de reconocer el procedimiento en el país del domicilio como procedimiento principal[72], y, en otro, incluso, la posibilidad de reconocerlo como procedimiento principal o territorial (negando el reconocimiento a cualquier procedimiento llevado a cabo en las Islas Caimán, por entender que el COMI del *hedge fund* no se encontraba en ningún caso allí[73]). Si tal sería la pauta de los tribunales españoles en un caso análogo con un sponsor español y un vehículo extranjero y «no-comunitario» (ej. domiciliado en las Caimán o la Isla de Man) no es posible pronosticarlo, pero sí se puede afirmar que sería muy posible aplicar el Derecho español al procedimiento concursal de una entidad financiera, incluyendo los derechos derivados de una transacción sofisticada y compleja de financiación estructurada, aun cuando la misma se encontrase aparentemente domiciliada en el extranjero.

---

(69) En Francia, ver, por ejemplo, el caso *Me Herstens v SARL Bati-France* [2004], Tribunal de Commerce de Charleroi, 16 de julio de 2002, así como el caso de la insolvencia de las compañías del Eurotunnel (Tribunal de Commerce de Paris n.º 160, 2 de agosto de 2006). En Inglaterra, ver *In Re Daisytek SAS et al.* [2004], High Court of Justice, Chancery Division, Leeds District Registry, 16 de mayo de 2003.

(70) Y ello a pesar de que la conexión real y efectiva de la entidad con Irlanda era bastante escasa, pues no tenía empleados en Irlanda, sus únicas instalaciones se encontraban en el *International Financial Services Centre*, conocido como polo de atracción para sociedades sin presencia real en el país (*mailbox* o *lockplate companies*), que buscan domiciliarse para pagar menos impuestos, y el acuerdo de gestión con Bank of America tenía un contenido escaso.

(71) Se trataba de la *Legge Marzano*. Ver DI SANO, S., «COMI: the Sun Around which Cross-Border Insolvency Proceedings Revolve: part 2», *Journal of International Banking Law and Regulation*, n.º 3 (2009) p. 130; RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit.*, § 8.38, p. 365.

(72) Sí lo reconocieron como «procedimiento territorial» o «secundario» en un modo similar al que recogen los artículos 3.2 y 4 y 27 y ss. del Reglamento Europeo de Insolvencia, o los artículos 210 y ss. de la Ley 22/2003, Concursal. Ver *Re SphinX*, 351 B.R. 103 (Bankr. SDNY 2006), *aff'd*, 371 B.R. 10 (SDNY 2007).

(73) Por aplicación de la sección 1516 del US Bankruptcy Code. Ver *Re Bear Stearns High-Grade Structured Credit Strtegies Master Fund* (Bankr. SDNY Sept. 5 2007).

Dicho esto, las partes de la transacción que pretendiesen evitar el Derecho español siempre podrían escudarse en las excepciones contempladas a la Ley del COMI en la propia legislación comunitaria (al menos cuando el vehículo estuviese domiciliado en un país cubierto por la misma; ej. Irlanda, Luxemburgo u Holanda). Estas excepciones se aplican, por ejemplo, a los derechos reales, que se regirán por la *lex rei sitae*, o ley del lugar donde se hallen los activos(74) (lo que, en el caso de activos desmaterializados, se identifica con el lugar donde se sitúe el registro de los mismos(75)); o a los acuerdos de compensación (que podrían estar presentes en una titulización sintética) que se regirán por la ley aplicable al acuerdo(76). En el segundo caso existiría un mayor margen para las partes (la *lex contractus* es generalmente disponible por las partes(77)). En el primer caso (derechos reales) cuando los bienes sean derechos de crédito se entiende que el lugar de situación de los mismos es el Estado del COMI del deudor la ley aplicable al crédito subyacente(78). Es decir, en el caso de la titulización de efectivo, considerando que la entidad sponsor suele estar domiciliada en el mismo Estado que los prestatarios, sería, probablemente, el mismo Estado de su residencia. Asimismo, incluso en el caso de aplicar una excepción que otorgase un mayor margen de decisión al sponsor o las otras partes de la transacción, las excepciones no afectarán a la aplicación de la *lex concursus* a las acciones de *nulidad, anulación o inoponibilidad de los actos perjudiciales al conjunto de los acreedores*(79).

Todo ello, si bien no es posible profundizar en las diferentes hipótesis, muestra que la aplicación del Derecho español no sólo a transacciones más típicas localizadas íntegramente en España, sino, también, a transacciones sofisticadas con algunos elementos extranjeros es una posibilidad muy presente si existe un procedimiento concursal (o, más extensamente, de reestructuración, saneamiento o liquidación) aplicable a una entidad financiera domiciliada en España, o, incluso, a una SPV cuyo sponsor se encuentre domiciliado en España.

---

(74) El artículo 5 (1) del reglamento 1346/2000 establece que *«La apertura del procedimiento de insolvencia no afectará al derecho real de un acreedor o de un tercero sobre los bienes, materiales o inmateriales, muebles o inmuebles —tanto bienes determinados como conjuntos constituidos por colecciones de bienes indefinidos que varían de tanto en tanto— que pertenezcan al deudor y que, en el momento de apertura del procedimiento, se encuentren en el territorio de otro Estado miembro».* En el mismo sentido, ver el artículo 21.1 de la Directiva sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito, o el artículo 20.1 de la Directiva sobre saneamiento y liquidación de compañías de seguros.

(75) Artículo 24 de la Directiva sobre sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito.

(76) Artículo 25 de la Directiva sobre sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito.

(77) Artículo 3.1 del Reglamento 593/2008, de 17 de junio, sobre Ley Aplicable a las Obligaciones Contractuales (Roma I).

(78) El artículo 2 (g) del Reglamento Europeo de Insolvencia indica que, a los efectos de la norma, se entenderá por *«Estado miembro en el que se encuentre un bien :[…] - para los créditos: el Estado miembro en cuyo territorio se encuentre el centro de los intereses principales de su deudor, tal como se determina en el apartado 1 del artículo 3».* La aplicación de la ley aplicable al crédito subyacente, la cual, según el artículo 14 (1) del reglamento Roma I, determinará la transmisibilidad del crédito y las relaciones entre cesionario y deudor, y la oponibilidad de la cesión (lo que, dicho sea de paso, es una solución contradictoria con la contemplada por la excepción contenida en el Reglamento de Insolvencia), tampoco supone un margen mucho mayor, en la medida en que, en su mayoría, la ley aplicable al crédito subyacente será la de domicilio del deudor (y, con ello, de la entidad sponsor).

(79) Artículos 5 (4), 7 (3) y 4 (2) (m) del Reglamento Europeo de Insolvencia, y 21 (4) y 10 (2) (l) de la Directiva de Insolvencia de Entidades de Crédito.

La posible aplicación del Derecho español a estructuras con elementos extranjeros no sólo justifica una mayor reflexión sobre los problemas subyacentes analizados más arriba. También plantea la pregunta de si la normativa española permite titulizaciones fuera del ámbito de la misma. El carácter habilitante de la norma parece arrojar una conclusión positiva, pero ello sólo constituye la antesala de una nueva batería de problemas, resumidas en la pregunta de hasta qué punto la permite. Claramente, estructuras simples y estáticas, con un conjunto de activos claramente identificados y aislados no presentan problemas. Las dudas comienzan en cuanto nos adentramos en opciones más sofisticadas, como las titulizaciones sintéticas (¿son los derivados de crédito una actividad regulada que necesite licencia?), o «dinámicas» (¿se admite la cesión de créditos futuros fuera de la norma específicamente aprobada para el *factoring* y la titulización?, ¿qué tipo de derechos se adquieren sobre los activos?, ¿qué mecanismos de control son necesarios para dotarlos de operatividad en el concurso?). La tesis maximalista consistente en negar que estas cuestiones vayan a ser relevantes para el Derecho español ya no es una posibilidad. Es necesario, pues, atajar los problemas.

III. TITULIZACIONES «DE EFECTIVO», TRANSMISIÓN Y TITULARIDAD DE LOS ACTIVOS, Y «RECARACTERIZACIÓN» DE LA TRANSACCIÓN

1. El problema

El primer problema que corresponde analizar se refiere a las operaciones de financiación estructurada más «tradicionales», como son las «titulizaciones de efectivo» (*cash securitization*) donde el originador/sponsor transfiere un conjunto o cartera de activos al vehículo de titulización, generalmente mediante el mecanismo de la cesión de créditos, a cambio de una contraprestación monetaria, resultante de la emisión por el vehículo de los correspondientes títulos o bonos[(80)].

En principio parece que la transacción no debería ofrecer más problemas que los derivados de los requisitos para la cesión de créditos. Sin embargo, si bien normalmente este tipo de transacciones no plantean problemas desde el punto de vista de la forma jurídica, la duda que se plantea es si, desde el punto de vista de la *sustancia* se ha producido una auténtica cesión de créditos. Si no fuese así, la transacción podría «recalificarse» como un préstamo garantizado, y, por tanto, sujeto como poco a la paralización de acciones de ejecución individuales[(81)], a la prioridad de los gastos del concurso, o a eventuales decisiones de la administración concursal acerca de la reestructuración del deudor[(82)] (en otros países,

(80) *Supra* II.2.B.

(81) Artículos 56 y 57 de la Ley 22/2003, de 9 de julio (BOE 10 de julio), Concursal.

(82) Esta cuestión resulta de gran relevancia al menos en Estados Unidos, donde, por ejemplo, la administración concursal puede utilizar el objeto de la garantía (*collateral*) como en sus propias decisiones acerca de la reestructuración del deudor concursado, siempre que el acreedor con garantía se encuentre adecuadamente protegido. Ver §§ 363 (c) (2) y 363 (e) del US Bankruptcy Court. En todo caso, la clasificación como transacción de garantía comporta numerosos impedimentos en el modo en que el acreedor puede disponer del active. Ver LUBBEN, Stephen, «Beyond True Sales: securitization and Chapter 11», *NYU Journal of Law and Business* Vol. 1 (2005) p. 94; KETTERING, K.C., «Securitization and its Discontents: the Dynamic of Financial Product development», *Cardozo Law Review* Vol. 29 (2008), 1566-1567.

como Inglaterra, el derecho de garantía podría ser declarado nulo por no haber sido dado de alta en el registro)[83]. Y no deja de ser cierto que la idiosincrasia de la transacción de titulización ofrece elementos que pueden hacer dudar razonablemente de la existencia de una auténtica cesión de créditos.

Recordemos la descripción realizada más arriba sobre la transacción. Allí se apuntó que, puesto que el vehículo es una entidad sin infraestructura alguna para gestionar los activos (en lo relativo a su cobro, y a la canalización de los fondos hacia los inversores), esta función se desempeña por otra entidad, que realiza las funciones de gestión de cobro y de gestión de caja (a través de las diversas cuentas) en nombre del vehículo, y en los términos de un acuerdo de *servicing*[84]. Esta entidad generalmente suele ser el propio originador, pues encomendarlo a otra entidad supondría un incremento de costes. De este modo, para el deudor subyacente es prácticamente como si el crédito no se hubiese cedido. A la función de gestión de cobros y pagos es necesario añadir la de mejora crediticia, consistente en el deber de cubrir las posibles faltas de efectivo (temporales o estructurales) mediante líneas de crédito al vehículo, obligaciones de recompra u opciones de venta a favor del vehículo, etc.

Si asumimos que en una gran parte de los casos esta segunda función también será asumida por el originador/sponsor tenemos que en la titulización de efectivo se produce una cesión de créditos, pero una donde el cedente (cuando sea el mismo originador o sponsor) sigue gestionando los créditos y asumiendo el riesgo asociado a los mismos (al menos una parte sustancial de éste). Ello hace pensar si, aplicando un análisis que anteponga la «sustancia sobre la forma» (*substance over form*) podría recalificarse la cesión como una cesión en garantía.

2. Las decisiones de los tribunales en la jurisprudencia comparada

Sin embargo, éste es un punto donde los tribunales deben valorar las consecuencias de la sustitución de la voluntad de las partes por la voluntad del tribunal. En general, considerando que, desde el punto de vista de los derechos de los terceros, no existe una diferencia extraordinaria entre la cesión como venta y como operación de garantía, los tribunales suelen ser exigentes en cuanto a las características de la transacción que justifican la falta de consideración por su parte de la forma jurídica. En Inglaterra los elementos de «sustancia» relevantes para distinguir una compraventa de una garantía fueron establecidos por J. ROMER en *Re George Inglefield Ltd*[85]: (1) el derecho del cedente a recuperar el objeto de la garantía (denominado *equity of redemption*) ausente en la compraventa; (2) el derecho del cedente en garantía a recuperar el exceso obtenido por el cesionario en la venta a terceros del objeto (ausente en la compraventa) y (3) el derecho del cesionario a reclamar al cedente por la diferencia negativa, en caso de que el objeto de la cesión sea insuficiente para cubrir

(83) RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization. op. cit.*, § 2.90, p. 68; SELVAM, Vijay, «Recharacterisation in "True Sale" Securitizations: The "Substance over Form" Delusion», *Journal of Business Law,* October (2006), p. 637; BERG, A., «Recharacterisation after Enron», *Journal of Business. Law* May (2003), pp. 216-218.

(84) *Supra,* II.2.B.

(85) *In Re George Inglefield Ltd* [1933], Ch. 1.

la deuda[86]. Se puede observar en esta decisión la ausencia del «control» sobre los créditos (o el objeto de la cesión, en general) como elemento determinante.

Posteriores decisiones trataron de refinar la cuestión interpretativa, siendo la más notable *Orion Finance Ltd*[87]. Varios aspectos llaman la atención de esta decisión. (1) Por un lado, la distinción entre la simulación y la interpretación de la voluntad de las partes. En opinión de L.J. MILLET, la primera tarea consiste en determinar si los documentos de la transacción eran una mera fachada distinta del acuerdo real. Lo interesante es que, para referirse a este término, el magistrado emplea el término «simulación» (*sham*) mostrando que, en Derecho inglés, al menos, el mismo posee una connotación aún más peyorativa (y, por tanto, resulta de aplicación más restrictiva) que, por ejemplo, en Derecho español[88]. El mero hecho de que los documentos recogieran fielmente el contenido de la transacción y no hubiese que recurrir a la prueba externa era suficiente para la existencia de simulación (*sham)*[89].

(2) En segundo lugar, el paradójico juego interpretativo que se establece entre el lenguaje empleado por las partes y el efecto legal de las cláusulas; de modo que, si bien la *sustancia* del acuerdo se encuentra en los términos empleados por las partes, la caracterización/calificación del mismo se realiza en función del efecto legal que se pretende que tenga; y, en la medida en que el segundo resulte contradictorio/incoherente (*inconsistent*) con el primero, la forma (términos y lenguaje) debe ceder a la sustancia[90]. La cuestión, claro está, estriba en determinar qué se entiende por *«inconsistent»*, ya que ninguno de los elementos referidos es determinante en sí mismo para clasificar la transacción (ej. una venta con opción de recompra no implica *per se* la existencia de una operación de garantía[91]) sino que lo que se necesita es interpretar de modo global el contenido del acuerdo.

(3) En tercer lugar, la interesante interpretación realizada de la «arquitectura» contractual por parte de los jueces. En *Orion* la operación consistía en la adquisición de equipos

---

(86) *Ibid*.

(87) *Orion Finance Ltd v Crown Financial Management Ltd* [1996], B.C.C. 621.

(88) En Derecho español los problemas de simulación se tratan no como problemas de interpretación de la intención de las partes, sino como problemas de la causa del negocio; de modo que se aplica la doctrina de la simulación cuando el negocio aparente no esconde ninguna finalidad (simulación absoluta) o la finalidad del negocio se corresponde con una causa distinta a la expresada por las partes (simulación relativa). Ver DÍEZ PICAZO, L. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial,* Sexta edición, Vol. I, *Introducción. Teoría del Contrato,* Madrid: Tecnos, 2007, pp. 221-222, 281. Tampoco sería correcto equiparar los supuestos de *sham* con los supuestos de simulación absoluta (en los casos de *sham* se entiende que puede existir un negocio fuera de lo expresado por las partes en los documentos).

(89) En este sentido, el tribunal partía del análisis de casos anteriores, como *Welsh Development Agency v Export Finance Co Ltd* [1992], B.C.C. 270.

(90) *«Once the documents are accepted as genuinely representing the transaction into which the parties have entered, its proper legal categorisation is a matter of construction of the documents. This does not mean that the terms which the parties have adopted are necessarily determinative. The substance of the parties' agreement must be found in the language they have used; but the categorization of a document is determined by the legal effect which it is intended to have, and if when properly construed the effect of the document as a whole is inconsistent with the terminology which the parties have used then their ill-chosen language must yield to the substance».* MILLETT, L.J., en *Orion Finance Ltd v Crown Financial Management Ltd* [1996], B.C.C. 621, en 627.

(91) De hecho, Lord WILBERFORCE en *Lloyds & Scottish Finance Ltd v Cyril Lord Carpets Sales Ltd* [1992] BCLC 609 afirmó que ni siquiera un derecho propiamente dicho del cedente a recuperar la propiedad (*right of redemption*) era, en sí mismo, determinante de la existencia de una operación de garantía.

informáticos por la entidad financiadora demandante, que se arrendaban a la firma Atlantic, que, a su vez, se los arrendaba a sus clientes (en este caso, Crown). Atlantic cedió a Orion los créditos derivados de los pagos futuros de sus clientes. No obstante, según el tribunal, lo hizo en el marco del acuerdo principal de financiación mediante adquisición y arrendamiento por Orion del cual el acuerdo de cesión era accesorio; lo que conducía a su clasificación como parte del «paquete de garantías» facilitado por Atlantic, y no como una cesión transmitente del dominio(92). Esta conclusión se vio reforzada por el empleo en el acuerdo de términos que sugerían la existencia de una garantía(93).

En Estados Unidos una de las decisiones más importantes en este sentido es la de *Major's Furniture*(94). En este caso una sociedad de venta minorista de muebles acordó la cesión de créditos a una sociedad especializada en la financiación de empresas de muebles, a los efectos de financiación, con unos términos que suponían la asunción del riesgo de impago por la cedente(95). El litigio surgió porque la cedente reclamó la devolución del exceso de cantidades recibidas por la cesionaria, y la respuesta a la pregunta dependía de si la transacción se calificaba como una «venta auténtica» (*true sale*) o, por el contrario, como un derecho real de garantía(96).

El tribunal se refirió al artículo 9 del *Uniform Commercial Code* (UCC), que regula los derechos reales de garantía pero, también, las cesiones de créditos; y ello en la medida en que el Derecho estadounidense adopta, de entrada, un enfoque «funcional» respecto de las transacciones en garantía, frente al enfoque «formal» (que distingue por tipos de derecho real) presente en la mayoría de los países(97).

---

(92) Para alcanzar esta conclusion Lord MILLET debió previamente excluir del análisis la cláusula suscrita por las partes, y que establecía diversos ajustes en función de que los pagos recibidos de Crown por Atlantic fuesen mayores o menores que los pagos debidos por Atlantic a Orion. MILLET consideró dicha cláusula era «extrínseca» (*extrinsic*), y por tanto, fuera de la esencia del acuerdo de financiación y de la configuración del derecho real en sí mismo. Ver MILLETT, L.J., en *Orion Finance Ltd v Crown Financial Management Ltd* [1996], B.C.C. 621, en 628.

(93) La cláusula de cesión, contenida en el propio acuerdo de arrendamiento, establecía que *«The hirer (Atlantic), as security for its obligations hereunder, shall assign to the owner (Orion) under the terms of a deed of assignment all moneys now or hereafter to become payable to the hirer under the lease to the intent that they be charged with the payment of all moneys now or hereafter owing to the owner under this agreement except that such a security and assignment will not encumber or extend to [excepted payments]»*. En palabras de OTTON, L.J., *«The critical phrases are "as security for its obligations hereunder", "they be charged", "such security" and "encumber". The use of these phrases in this context is in my judgment only consistent with an assignment by way of security and inconsistent with an absolute assignment»*. Ver OTTON, L.J., en *Orion Finance Ltd v Crown Financial Management Ltd* [1996], B.C.C. 621, en 631.

(94) *Major's Furniture Mart Inc. v Castle Credit Corporation Inc. et al.* 602 F.2d 538 (1979).

(95) El acuerdo de las partes preveía que la empresa de muebles procedería, de vez en cuando, a «vender» créditos, pero que dicha venta sería «con recurso» contra la vendedora. Además, la vendedora debía garantizar que los créditos se correspondían con una orden de compra o un contrato ya cumplido por ella, mientras que la compradora podía negarse a adquirir los créditos. La compradora pagaría a la vendedora el importe de los créditos menos un 15% de descuento, y un 10%, como reserva por créditos impagados. La vendedora, además, se comprometía a recomprar los créditos que permaneciesen impagados durante más de 60 días, recompra efectuada no al precio de compra (importe 15% - 10%), sino a un precio consistente en el importe más gastos de cobro o de otro tipo.

(96) El *Uniform Commercial Code*, vigente en Pennsylvania (Derecho aplicable) otorga por defecto el derecho sobre el exceso de los créditos cobrados sobre la deuda garantizada al cesionario en caso de «venta» de créditos, y al cedente, en caso de «cesión en garantía». Ver *Major's Furniture Mart Inc. v Castle Credit Corporation Inc. et al.* 602 F.2d 538 (1979), en 543-544.

(97) GOODE, R., *Goode on Legal Problems of Credit and Security,* London: Sweet & Maxwell, 2008 § 1-04, pp. 4-5.

El tribunal rechazó la tesis formalista de la cesionaria, afirmando que los tribunales no quedan sometidos a la terminología empleada por las partes, sino que deben atender a la totalidad del contrato y sus efectos globales(98). En este sentido, no basta la existencia de recurso contra el cedente para calificar la transacción como de garantía. No obstante, el tribunal consideró que el cedente había retenido todos los riesgos concebibles relativos a los créditos. A ello se unía el hecho de que el cesionario procedió a modificar unilateralmente las condiciones de financiación, lo que indicaba que el mismo trataba la transacción como una línea de crédito garantizada, con lo que procedió a calificar la cesión como «en garantía»(99).

3. Cesión, recaracterización y Derecho español

A. El problema de la caracterización

En el caso de España, los casos más aproximados a la cesión de créditos bajo una operación de titulización que ha examinado la jurisprudencia han sido los de las cesiones de crédito bajo un contrato de *factoring*. En estos casos, los tribunales han estimado que la cesión transmite la titularidad de los créditos, sin que la asunción del riesgo de impago por el cedente sea una cuestión que influya en la calificación de la operación, al tratarse de materia dispositiva(100). Una problemática similar afecta, en el contexto de la cesión de créditos (que puede darse, o no, en el contexto de un contrato de *factoring*) a la distinción entre cesión *pro solvendo* (donde el cesionario puede reclamar el pago de la obligación frente al cedente si el crédito resulta impagado) y cesión *pro soluto* (donde el cesionario no puede reclamar al cedente). Buena parte de los autores consideran que, aun en el caso de la cesión *pro solvendo*, la cesión tiene efectos solutorios, de pago, y no de garantía(101). No obstante, si bien el recurso no determina automáticamente la calificación como cesión en garantía, sí ha influido en las decisiones de los tribunales que han aplicado un test de «sustancia» para calificarla de ese modo(102).

---

(98) El tribunal hizo referencias a casos como *In re Joseph Kanner Hat Co., Inc*., 482 F.2d 937 (2d Cir. 1973); *Kelter v. American Bankers' Finance Co.*, 306 Pa. 483, 160 A. 127 (1932), o *Lyon v. Ty-Wood Corporation*, 212 Pa.Super. 69, 239 A.2d 819 (1968).

(99) *Major's Furniture Mart Inc. v Castle Credit Corporation Inc. et al.* 602 F.2d 538 (1979), en 543-544.

(100) Así, en la sentencia del Tribunal Supremo de 11 de febrero de 2003 (RJ 2003/938) se afirma por el tribunal que *«Cuando se asume la función de financiación, pero sin concurrencia de la de garantía, las cesiones de crédito efectuadas en virtud del contrato de "factoring" se estiman como plenas en atención a los artículos 1529 del Código Civil y 348 del Código de Comercio (LEG 1885, 21), que caracterizan la asunción del riesgo de insolvencia por el cesionario como materia dispositiva y, por consiguiente, entregada a la autonomía de voluntad, y sin influencia sobre la naturaleza jurídica de la operación. En definitiva, excepto si la cesión de un determinado crédito se realiza a los exclusivos efectos de su cobro, todas las cesiones de crédito que provienen de un contrato de "factoring" originan plenos efectos traslativos de la titularidad de los créditos cedidos».* Ver también STS de 2 de febrero de 2001 (RJ 2001/1685). No obstante, ver la STS de 4 de diciembre de 2007 (RJ 2007/8897) que, decidiendo sobre un supuesto de cesión de créditos, parece identificar elementos dispares como el *factoring* con recurso, la gestión de cobro, y cesión *pro solvendo* con la ausencia de transmisión de la titularidad de los créditos.

(101) ORTÍ VALLEJO, A. «Cesión de créditos futuros y *factoring*», *InDret* (Octubre 2010) p. 11; PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *Anuario de Derecho Civil* (1988), p. 1053; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Contrato de factoring y cesión de créditos,* Madrid: Civitas, 1995, p. 132.

(102) SSTS de 2 de febrero de 2001 (RJ 2001/1685) y 4 de diciembre de 2007 (RJ 2007/8897).

En todo caso, los tribunales han realizado un análisis formal, que toma en consideración no los efectos jurídico-económicos del acuerdo, sino los términos utilizados por las partes. Así, por ejemplo, se hace énfasis en alguna sentencia en el empleo de términos como «hemos transmitido» (para justificar la transmisión de la titularidad)[103], o de cesión «salvo buen fin» (para justificar la inexistencia de una transmisión plena)[104].

B. Recaracterización y regulación: el problema patrimonial en el modelo «normativizado»

Pero es también importante resaltar que nuestro Derecho acoge una versión particular de la tesis formalista. En este sentido, desde la aprobación en 1999 de una normativa específica en materia de *factoring*[105], se establece una fuerte protección concursal para las cesiones de créditos que se ajusten a los requisitos dispuestos en dicha normativa. Dentro de estos requisitos no se exige la ausencia de recurso[106]. Sin embargo, llama la atención la exigencia de que el cesionario sea «una entidad de crédito»[107]; requisito que, en 2007, se amplió otorgar el mismo régimen cuando el cesionario sea «un Fondo de Titulización»[108].

Es decir, más que mover el fiel de la balanza del test «sustancia-forma» la ley crea una dualidad de regímenes jurídicos en materia de caracterización de cesiones de crédito: uno aplicable a entidades sujetas a licencia (formalista)[109], y otro aplicable a los demás supuestos, donde los tribunales entrarían más en la sustancia de la transacción[110], pero sin quedar claro hasta qué punto la nueva norma es o no relevante en sus consideraciones[111].

Esta distinción tiene como ventaja el dotar de una regla de «puerto seguro» (*safe harbour rule*) a determinadas transacciones que se realizan de manera repetitiva y reiterada

---

(103) Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de febrero de 2003 (RJ 2003/938).

(104) Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de junio de 2003 (RJ 2003/4313).

(105) En este sentido, ver la Disposición Adicional 3.ª de la Ley 1/1999, de 5 de enero, sobre Entidades Capital Riesgo, encaminada a proteger determinadas cesiones de crédito efectuadas en el marco de la actividad de *factoring* frente a la insolvencia del cedente.

(106) DA 3.ª, n.º 5, Ley 1/1999.

(107) Punto (2) de la DA 3.ª También se exige (1) Que el cedente sea un empresario y los créditos cedidos procedan de su actividad empresarial; […] (3) Que los créditos objeto de cesión al amparo del contrato existan ya en la fecha del contrato de cesión, o nazcan de la actividad empresarial que el cedente lleve a cabo en el plazo máximo de un año a contar desde dicha fecha, o que conste en el contrato de cesión la identidad de los futuros deudores; (4) Que el cesionario pague al cedente, al contado o a plazo, el importe de los créditos cedidos con la deducción del coste del servicio prestado; (5) Que en el caso de que no se pacte que el cesionario responda frente al cedente de la solvencia del deudor cedido, se acredite que dicho cesionario ha abonado al cedente, en todo o en parte, el importe del crédito cedido antes de su vencimiento.

(108) Redacción de la disposición otorgada por la Disposición Final 3.ª de la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público.

(109) Así parecen haber interpretado el mandato del legislador las sentencias que han conocido de la cuestión. Ver SSTS de 28 de mayo y de 6 de octubre de 2004 (RJ 2004/3553, 2004/5986). Ver, asimismo, la STS de 11 de febrero de 2003 (RJ 2003/938).

(110) Ver, por ejemplo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de marzo de 2004 (RJ 2004/1811), donde el Tribunal Supremo entra en la sustancia del acuerdo para decidir a quién corresponde la titularidad de los créditos, y, con ello, el derecho al remanente (en un supuesto similar al de *Major's Furniture*).

(111) Es decir, dejando de lado la exigencia de que el cesionario sea una entidad específicamente regulada,

en el tráfico mercantil, y que podrían verse, de otro modo, amenazadas si la solución se buscara caso por caso[112].

Como inconvenientes, cabe entender, por un lado, que establecer una presunción *patrimonial* sobre la base de un elemento *regulatorio* no parece una adecuada técnica legislativa. En segundo lugar, un privilegio regulatorio otorgado por motivos de conveniencia para el tráfico puede ser revocado con la misma facilidad en el momento en que no resulte tan conveniente, o la transacción, o el sector en su conjunto, sea visto con peores ojos ante la opinión pública. En tercer lugar, se plantea la duda del nivel de la presunción. En teoría, la misma debería ser *iuris tantum*, de modo que, si, por ejemplo, las características de la transacción demuestran que los riesgos permanecen con el cedente, debería entenderse que la titularidad no ha sido transmitida. No obstante, ¿es realista pensar que los tribunales someterán a un verdadero escrutinio las transacciones concluidas por entidades «blindadas»? En cuarto lugar, el privilegio regulatorio, plantea una difícil situación para las transacciones realizadas fuera de la cobertura regulatoria. El hecho de que las cesiones a entidades reguladas gocen, en principio, de la presunción de transmisión de titularidad ¿significa *a contrario* que las cesiones a SPVs no dadas de alta en un registro del BdE o la CNMV (domiciliadas en España o en el extranjero) se encontrarían automáticamente, bajo sospecha? Por último, si bien la norma original se justificaba por el contexto previo a la Ley Concursal de 2003, por el objetivo de preservar ciertas operaciones del riesgo de retroacción de la quiebra[113], no queda claro que el blindaje de ciertas cesiones en el contexto actual donde la retroacción ha sido eliminada, resulte igualmente perentorio.

Para terminar de «arreglar» la cuestión, el Real Decreto 926/1998 sobre Fondos de Titulización resulta más cauto, al exigir:

1. *Que la cesión de los activos sea plena e incondicionada y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento.*
2. *Que el cedente no conceda ninguna garantía al cesionario ni asegure el buen fin de la operación*[114].

Algo que la otra normativa no exige. Es decir, no solamente existiría una divergencia entre el régimen regulado y el general, sino entre los dos regímenes regulados. Más aún,

---

(112) A una solución parecida se intentó llegar en Estados Unidos, con la US Bankruptcy Reform Act, de 2001, que pretendió otorgar automáticamente la naturaleza de cesión plena (*true sale*) a las efectuadas en el marco de una transacción de titulización sobre los tipos de activos especificados por la norma (*eligible assets*) y por el tipo de entidades contempladas por la norma (*eligible entities*). Ver Section 912 de la US Bankruptcy Reform Act, de 2001; 107th Congress § 912 (2001); House of Representatives 333, que modificaba la Sección 541 de la *Bankruptcy Act*, que define la masa del concurso. No obstante, el concurso de Enron puso en entredicho la financiación estructurada en general, así como todas las medidas encaminadas a fomentarla o protegerla, incluyendo la reforma, que quedó así archivada. Este sentimiento condujo al extremo contrario, con la propuesta de la Employee Abuse Prevention Act 2002, o Durbin-Delahunt Act, cuyo objetivo era la protección de los derechos de los trabajadores a sus salarios y pensiones en caso de concurso del empleador, e incluía una disposición expresa en materia de recaracterización de ventas/cesiones como operaciones de financiación garantizada [ver Section 2798, 107th Congress (2002); and House of Representatives 5221, que introducía una nueva sección 105 (e) en la Bankruptcy Act]. Esta reforma también fue archivada, pero el movimiento pendular de ambas pone de manifiesto el riesgo de legislar sobre materias de puro Derecho patrimonial teniendo en mente exclusivamente el contexto inmediatamente coetáneo.

(113) GARCÍA VICENTE, J.R., *La Prenda de Créditos,* Madrid: Civitas, 2006, p. 181.

(114) Artículo 2.2.b del RD 926/1998.

mientras que el RD de fondos de titulización es de 1998, la ley cuya disposición adicional regula las cesiones de factoring es de 1999, y la extensión de su aplicación a la titulización, de 2007. Por tanto, se plantea la duda de si de acuerdo con los principios de *lex posterior derogat priori* y de jerarquía normativa la solución que prevalecería es la que no exige que la cesión sea plena e incondicionada y sin garantías para operarse la protección concursal, o, por el contrario, de acuerdo con el principio de *lex specialis* debe entenderse que tales requisitos son *acumulativos*, de modo que es necesario su cumplimiento para que opere dicha protección.

En resumen, a pesar de las ventajas del privilegio regulatorio, entendemos que la mejor solución pasaría por dejar el problema en manos de los tribunales o, en su defecto, formular reglas aplicables a todas las cesiones de crédito. Sólo así los correspondientes «tests» de sustancia y forma serán coherentes, y podrán servir de guía para los operadores del tráfico. Si bien más lenta, sería una solución más sólida, estable, y susceptible de menos fricciones, tratando de forma igual las transacciones equivalentes.

C. Los riesgos (reales) de la recaracterización en España

Mientras en los párrafos anteriores se ha discutido en qué medida una cesión de créditos puede considerarse efectuada de modo pleno o sólo a título de garantía, la pregunta que permanece en el aire es la de hasta qué punto dicha caracterización resulta relevante. En el Derecho inglés, por ejemplo, donde las garantías sobre créditos deben inscribirse en un registro para gozar de validez, la cuestión es claramente relevante (una caracterización como cesión en garantía podría conllevar automáticamente la nulidad de la garantía). La cuestión es si en Derecho español se darían unas consecuencias tan drásticas que justifiquen el dedicar tanta atención a la cuestión.

La respuesta está lejos de resultar clara en el incierto panorama de las transmisiones en garantía en nuestro país, debido fundamentalmente a tres elementos:

— La concepción causalista de nuestro sistema de transmisión[115].

— La doctrina del *numerus clausus*, especialmente en materia de derechos de garantía, que corre paralela a la necesidad de limitación de los privilegios concursales, contrarios al principio de la *par conditio creditorum*[116].

— La prohibición de pacto comisorio[117].

Partiendo de esta base, la posibilidad de caracterización de una transacción como cesión en garantía puede dar lugar a varios tipos de problemas: (1) de admisibilidad de la figura y (2) de caracterización como cesión fiduciaria; (3) de validez, especialmente de

(115) DE CASTRO, F., *El Negocio Jurídico* Madrid: Civitas, 1985, pp. 163-173, 257-277, 379-443.

(116) CARRASCO PERERA, A., *Los derechos de garantía en la ley concursal,* Madrid: Civitas, 2008, p. 207; DÍEZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial,* Quinta edición. Volumen III, Madrid: Civitas, 2008, p. 131.

(117) DE CASTRO, F., *El Negocio Jurídico, op. cit.*, p. 418; CARRASCO PERERA, A., *Los Derechos de Garantía en la Ley Concursal, op. cit.,* p. 209 y ss.

publicidad; y (4) de ejecución mediante apropiación de las sumas del crédito, desde la perspectiva de la prohibición de pacto comisorio.

(1) La primera cuestión es más un problema del pasado. El régimen jurídico de los derechos reales de garantía del Derecho español los limitaba, fundamentalmente, a la hipoteca (para inmuebles) y prenda (para muebles), al margen de los derechos de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento, que poseían carácter más restringido. Considerando que, en un sistema causalista como el español, la cesión no es un negocio jurídico, sino la consecuencia de un negocio jurídico, deberá regirse (incluyendo su validez) por las normas aplicables al negocio que le da origen. En el caso de la cesión en garantía, y ante la clara inidoneidad de la hipoteca y del carácter restringido de la hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento, debería atenderse al régimen de la prenda (artículos 1863-1873 del Código civil). El consiguiente problema deriva de la exigencia del artículo 1864 del Código civil de que la prenda se instrumente sobre bienes «susceptibles de posesión». La superación progresiva de este requisito se ha realizado mediante reforma legislativa (en el caso de valores mobiliarios e instrumentos financieros)[118], o por vía jurisprudencial para la prenda de créditos[119]; expandiendo las garantías sobre derechos y bienes inmateriales.

(2) Respecto de la segunda cuestión, resulta difícil pasar por la caracterización de transmisiones como plenas o en garantía sin hablar del problema de las transmisiones fiduciarias. En materia de cesiones fiduciarias del dominio, se ha pasado de una postura contraria a las mismas, a otra serie de teorías, que les otorgan efectos limitados[120]. Centrándonos no tanto en las teorías, sino en los efectos[121] de la transmisión fiduciaria reconocidos por los tribunales consisten en que: (A) ni el fiduciante ni el fiduciario gozan del derecho de separación que corresponde al propietario en el caso de concurso de la otra parte, ni de la posibilidad de interponer una tercería de dominio[122]; (B) no obstante, (a) el fiduciante puede reivindicar su derecho de quien lo posea indebidamente, lo lesione o lo desconozca, y el

---

(118) Ver artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores, o los artículos quinto y siguientes del RDL 5/2005.

(119) Ver SSTS de 19 de abril y 7 de octubre de 1997 (RRJJ 1997/3429 1997/7101) o 13 de noviembre de 1999 (RJ 1999/9046).

(120) Ver CARRASCO PERERA, A., *Los Derechos de Garantía en la Ley Concursal, op. cit.,* p. 196, 200. Dentro de las doctrinas que otorgan efectos limitados la teoría del «doble efecto» entiende que la transmisión fiduciaria tiene un primer efecto *real* (transmisión del dominio) y un segundo efecto *obligacional*, por el cual el fiduciario adquiere la obligación de restituir el bien cuando el fiduciante realiza el pago de la obligación subyacente. Ver SSTS de 10 de marzo y de 25 de mayo de 1944 y GARRIGUES, J., *Negocios fiduciarios en el Derecho mercantil,* Madrid, 1978. La coherencia absoluta con esta postura conduciría a negar la posibilidad al fiduciante de reivindicar la cosa del patrimonio concursal del fiduciario, lo que no parece corresponderse con la realidad. Ver CARRASCO PERERA, A., *Los Derechos de Garantía en la Ley Concursal, op. cit.,* p. 196. Por otro lado, otras teorías tratan de validar la transacción partiendo de diferentes enfoques, como el que enfatiza que el fiduciario adquiere la titularidad *formal*, mientras que el fiduciante retiene la titularidad *material* [ver STS de 19 de mayo de 1982 (RJ 1982/2580)]; el que afirma que el fiduciante transmite una *titularidad fiduciaria* [ver STS de 21 de marzo de 1969 (RJ 1969/1520)]; o, incluso, el que llega a afirmar que la adquisición de la titularidad por el fiduciario se halla limitada por una legítima *causa fiduciae* [ver la STS de 30 de enero de 1991 (RJ 1991/349), la cual, no obstante, recoge también otras posturas a modo de catálogo]. Estos enfoques tienen en común el reconocimiento de efectos reales para ambas partes de la transacción.

(121) Tales efectos, se afirma, son comunes e independientes de la base doctrinal utilizada. Ver CARRASCO PERERA, A., *Los derechos de garantía en la ley concursal, op. cit.,* p. 196 y ss.

(122) *Ibid*., pp. 219-221.

activo no se diluye en la masa del concurso del fiduciario[123], (b) el fiduciario goza de un derecho a retener la posesión[124]. Por tanto, (C) únicamente resulta dudoso si el fiduciario tendría derecho (a) a realizar en venta el valor de la garantía, o (b) a interponer una tercería *de mejor derecho* respecto del bien[125], (c) a gozar de preferencia respecto de la suma obtenida de la realización del bien en relación con los demás acreedores del fiduciante[126], o (d) a consolidar el dominio sobre el bien[127].

En semejante situación, el riesgo para una cesión de titularidad no sería ya el de resultar caracterizada en la zona de blanco o negro de la cesión plena o la cesión en garantía (a la que se aplicaría el régimen de la prenda), sino en la zona gris de la cesión fiduciaria, donde reina la incerteza y el bloqueo. En este sentido, no obstante, la doctrina parece encontrarse incómoda dejando las cesiones de crédito en la zona gris, y se aboga por caracterizar aquellas cesiones cuya causa no sea la transmisión plena del dominio como cesiones en garantía, a las que se aplicaría el régimen de la prenda, y, por ende, no fiduciarias[128]. Lo mismo cabe decir de la jurisprudencia, la cual tiende a aplicar el régimen de la prenda a las cesiones en garantía, sin especificar por qué en situaciones equivalentes se aplica el régimen de la transmisión fiduciaria a los bienes muebles o inmuebles, pero no se aplica para créditos. Sólo en algunos casos aislados la jurisprudencia ha caracterizado la cesión de créditos en garantía como cesión fiduciaria[129].

De hecho, quienes afirman que la cesión de la titularidad en garantía debe caracterizarse necesariamente como prenda se basan en la inadmisión de las cesiones fiduciarias[130]. Sin embargo, según acabamos de ver, los tribunales reconocen efectos legales propios a la cesión fiduciaria, distintos de los de la prenda. Por tanto, cabría preguntarse por qué, en igualdad de condiciones, a la cesión de bienes corporales en garantía se aplicaría el régimen de la transmisión fiduciaria (incierto y poco garantista), mientras que a la de créditos se aplicaría el de la prenda (más ventajoso). Cabe entender, por tanto, que, en una cesión en el marco de una operación de financiación estructurada fuera de la protección regulatoria, y con elementos que permitirían caracterizarla como cesión en garantía, no es posible descartar plenamente la caracterización como cesión fiduciaria y su incerteza.

(3) Aun si el régimen de la prenda se extendiese (como se extiende) a los derechos incorporales, y los tribunales dispensasen (como parecen dispensar, aunque con menor certeza) a la cesión de créditos del limbo jurídico de la cesión fiduciaria, la aplicación del régimen de la prenda a la cesión en garantía sigue siendo problemática. En concreto, sigue estando presente el problema de la aplicación de los requisitos de validez de la prenda,

---

(123) *Ibid*., pp. 222-223.

(124) *Ibid.,* p. 219.

(125) *Ibid.,* p. 223.

(126) *Ibid.,* pp. 223-224.

(127) *Ibid.,* pp. 221, 225.

(128) PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *op. cit.*, p. 1042-1043; CARRASCO PERERA, A.; CORDERO LOBATO, E.; MARÍN LÓPEZ, M.J., *Tratado de los Derechos de Garantía*, Pamplona: Aranzadi, 2002, pp. 862-863; CARRASCO PERERA, A., *Los derechos de garantía en la ley concursal, op. cit*., p. 225.

(129) Ver STS de 5 de marzo de 2004 (RJ 2004\1811).

(130) PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *op. cit.*, p. 1039; CARRASCO PERERA, A.; CORDERO LOBATO, E.; MARÍN LÓPEZ, M.J., *Tratado de los Derechos de Garantía, op. cit.,* pp. 862-863.

como son la escritura pública y el desplazamiento posesorio. La necesidad del primero de ellos ha sido discutida(131), pero parece zanjada por la Ley Concursal(132).

Más problemas plantea la exigencia de desplazamiento posesorio; o, de forma más amplia, de publicidad de cara a otorgar eficacia frente a terceros. El Derecho en materia de prenda de créditos se ha desarrollado típicamente en supuestos donde (A) la prenda se establecía sobre cuentas bancarias, depósitos o imposiciones a plazo donde el acreedor actuaba como depositario, y gozaba, por ende, de control sobre los bienes(133); (B) valores anotados en cuenta, donde la prenda se inscribe en el registro(134); o (C) en otros supuestos, donde, típicamente, se notifica al deudor de la constitución de la prenda(135). Es decir, los casos presentan elementos claros de control y/o publicidad.

El crédito, como derecho incorporal, no es susceptible de posesión. Igualmente claro resulta que el régimen de la prenda exige desplazamiento posesorio. Así, con los preceptos del Código civil tal como están la solución nunca podrá ser satisfactoria: si aquellos se interpretan de modo estricto, se llegaría a una solución coherente, pero contraria a las necesidades del tráfico. Si, por el contrario, se acepta el carácter primordial de las necesidades del tráfico, o bien nos desviamos algo del principio causalista, o hacemos caso omiso de las reglas específicas, centrándonos en una interpretación analógica o basada en los principios subyacentes al Derecho de garantías.

---

(131) A favor de entender que se trate de un requisito de validez para la prenda de créditos, ver ARANDA, R., *La Prenda de Créditos, op. cit.*, sobre la base de que no cabe imponer requisitos menos onerosos a la prenda de créditos que a la prenda de cosas muebles. En contra, PANTALEÓN, F., «Cesión de créditos», *op. cit.*, quien entiende que deberían aplicarse las normas más laxas de la cesión de créditos, que únicamente exige que la fecha conste en el documento contractual (sea púbico o privado).

(132) El artículo 90.1.6.º de la LC establece, en relación con los créditos garantizados por prenda prenda, ésta deberá constar en documento público, para añadir a continuación que *«Si se tratare de prenda de créditos, bastará con que conste en documento con fecha fehaciente para gozar de privilegio sobre los créditos pignorados»*.

(133) SSTS de 19 de abril y de 7 de octubre de 1997 (RRJJ 1997/3429 y 1997/7101) (imposiciones a plazo fijo); de 25 de junio de 2001 (RJ 2001/5080) (imposición a plazo fijo); de 10 de marzo de 2004 (RJ 2004/1821) (imposición a plazo fijo); 2 de diciembre de 2005 (RJ 2006/75) (cuenta bancaria). En todo caso, la constitución de derechos reales de garantía sobre las sumas depositadas en una cuenta o depósito bancarios siempre ha estado sujeta a controversia; en la medida en que, como depósito irregular, la entidad depositaria adquiere la titularidad de las sumas depositadas, y se compromete únicamente a restituir el equivalente (*tantundem*), por lo que resulta extraño a la lógica que una parte pueda ostentar la propiedad y, al mismo tiempo, un derecho real de garantía, sobre los mismos bienes. Los tribunales ingleses resolvieron el problema con una remisión (algo vaga) al papel de autonomía de la voluntad y la práctica comercial (bancaria) en la constitución de garantías. Ver *Re Bank of Credit and Commerce International SA (n.º 8)* [1998] A.C. 214 en 226-228, por Lord HOFFMAN. Los tribunales españoles, con una técnica quizás más depurada, han afirmado que, en el caso de sumas depositadas en cuenta, depósito, imposición, etc. lo que se pignora es el derecho (o crédito) del titular de la cuenta a obtener la restitución. Ver STS de 19 de abril de 1997 (RJ 1997/3429).

(134) El artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores establece: *«La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título»*.

(135) Ver SSTS de 26 de septiembre de 2002 (RJ 2002/7873) (prenda sobre indemnizaciones derivadas de póliza de seguro de crédito) o de 3 de febrero de 2009 (RJ 2009/1360) (prenda sobre deuda especial del Estado). Para ver la evolución de la prenda de créditos, incluyendo el requisito de la notificación al deudor como sustitutivo de desplazamiento posesorio, ver ARANDA RODRÍGUEZ, R., *La prenda de créditos, op. cit.*, p. 67 y ss. Asimismo, en Derecho comparado, ver también el artículo 2800 del Código civil italiano, el artículo 2075 del Código civil francés, o las secciones 1275 y 1280 del Código civil alemán.

Las posibilidades, por tanto, son: (A) Interpretar que la exigencia de desplazamiento posesorio puede entenderse cumplida (por analogía) mediante actos como la inscripción registral o la notificación al deudor[136]; (B) interpretar que la denominación «prenda» de créditos no es más que la forma de denominar a la cesión en garantía, de modo que los requisitos de validez serían los contemplados por el régimen de la cesión de créditos, siendo el régimen de la prenda de aplicación meramente supletoria[137]; (C) interpretar que, admitiendo la cesión en garantía a la que resulta aplicable el régimen de la prenda, y siendo imposible aplicar la exigencia de desplazamiento posesorio de modo estricto, sí resulta aplicable su principio subyacente, como es el de proporcionar un elemento de publicidad y/o control del objeto de la garantía por parte del acreedor.

La primera solución es la que parecen haber adoptado las disposiciones legislativas y la jurisprudencia del Tribunal Supremo, asociando la exigencia de desplazamiento posesorio del artículo 1863 (prenda) a la regla de notificación del 1527 del Código civil. Dicha solución ha sido objeto de críticas por quienes afirman que el 1527 tiene como objetivo proteger al deudor cedido (pago liberatorio) no establecer requisitos de eficacia[138]; o quienes afirman que no cabe asociar la notificación (que afecta a la relación entre cesionario y deudor cedido) con el desplazamiento posesorio (que afecta a la relación entre cesionario/acreedor pignoraticio y los demás acreedores del cedente)[139]. En todo caso, entendemos, aunque cupiese, lo que no parece lógico es asociar tan estrechamente ambas nociones en ausencia de mandato legal.

La segunda solución (omisión total del desplazamiento posesorio o equivalente) ha sido defendida desde hace tiempo por parte de la doctrina más autorizada[140]; especialmente a partir de la reforma de los preceptos de la Ley Concursal en materia de créditos con privilegio[141].

---

(136) Esta solución es la que parece adoptar el artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores, y la que parece desprenderse de las SSTS de 13 de abril de 1997 (RJ 1997/3429); 26 de septiembre de 2002 (RJ 2002/7873) o de 3 de febrero de 2009 (RJ 2009/1360), que utilizan la analogía para equiparar la notificación al deudor al desplazamiento posesorio.

(137) ARANDA RODRÍGUEZ, R., *La prenda de créditos, op. cit.*, p. 108 y ss. Se ha afirmado que esta construcción no aporta nada, en el sentido de que supone otro modo de decir lo mismo; esto es, que puesto que la cesión es una consecuencia jurídica, y, de acuerdo con nuestro sistema causal, es necesario determinar el negocio que le da lugar; y que en la cesión en garantía dicho negocio no puede ser otro que la prenda. Ver MARÍN LÓPEZ en CARRASCO PERERA, A.; CORDERO LOBATO, E.; MARÍN LÓPEZ, M.J., *Tratado de los Derechos de Garantía,* Pamplona: Aranzadi, 2002, p. 862. No obstante, la distinción sí puede ser relevante en la medida en que tenga como objetivo determinar la aplicación principal o simplemente supletoria del régimen de la prenda, incluyendo el requisito del desplazamiento posesorio, lo que explicaría la aparente «paradoja» derivada de la remisión a la cesión de créditos, a la que se refiere el propio autor. Ver *ibid.,* p. 863.

(138) Ver PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *op. cit.,* pp. 1064-1070.

(139) MARÍN LÓPEZ en CARRASCO PERERA, A.; CORDERO LOBATO, E.; MARÍN LÓPEZ, M.J., *Tratado de los Derechos de Garantía, op. cit.*, p. 875.

(140) PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *op. cit.*, p. 1044.

(141) El artículo 90.1.6.º de la Ley Concursal establece que *«Los créditos garantizados con prenda constituida en documento público, sobre los bienes o derechos pignorados que estén en posesión del acreedor o de un tercero. Si se tratare de prenda de créditos, bastará con que conste en documento con fecha fehaciente para gozar de privilegio sobre los créditos pignorados»*. Sobre la base de este tenor literal, autores como GARCÍA VICENTE consideran que la Ley Concursal excluye los requisitos de escritura pública y desplazamiento posesorio en el caso de la prenda de créditos. Ver GARCÍA VICENTE, J.R., *La Prenda de Créditos, op. cit.,* p. 34. No obstante, la afirmación de la segunda oración del precepto (*«bastará con que conste en documento con fecha fehaciente»*) también se puede interpretar por

Su aceptación supone la admisión en su plenitud de las garantías ocultas(142), y el establecimiento, en ausencia de regulación específica, de un régimen más beneficioso que el contemplado por la regulación que se aplica por analogía(143). Asimismo, aunque se considere la cesión como negocio con causa plural, variable, fungible o genérica(144), integrada por un elemento constante (la función de transmisión del derecho) y otro variable (la función a la que dicha transmisión sirve en cada caso)(145) de esto no se deduce inmediatamente la posibilidad de aplicar o inaplicar las normas del negocio que proporciona la función variable a gusto del usuario. Difícil si se ven afectados los derechos de terceras partes.

La tercera solución trataría de ir más allá de la interpretación analógica, pues no sería preciso equiparar un solo mecanismo a la posesión. Bastaría demostrar que, en el caso concreto, se dan una serie de elementos que, en modo *funcionalmente equivalente*, permiten cumplir las exigencias de control y/o publicidad del derecho real de garantía(146). La notificación al deudor no sería, pues, un requisito constitutivo, ni equiparable a la posesión, pero sí podría interpretarse que el control que proporciona sobre el crédito es suficiente para que el principio de protección de los acreedores ordinarios se vea respetado(147). Lo mismo ocurriría con la inscripción registral, o el empleo de otro mecanismo de publicidad y control(148), que dependerá en parte de las características de los créditos y del desarrollo tecnológico. Esta solución sería abierta y, al tiempo, coherente con las necesidades de tráfico y con los principios inspiradores de las normas reguladoras de los derechos de garantía, pero tiene el problema de resultar algo imprecisa. En ausencia de notificación y de un sistema de registro resulta difícil identificar opciones satisfactorias.

---

oposición (sólo) al requisito de escritura pública indicado en la oración anterior. El texto del artículo 90.2 apoyaría esta tesis, al reiterar que *«Para que los créditos mencionados en los números 1 a 5 del apartado anterior puedan ser clasificados con privilegio especial, la respectiva garantía deberá estar constituida con los requisitos y formalidades previstos en su legislación específica para su oponibilidad a terceros, salvo que se trate de hipoteca legal tácita o de los refaccionarios de los trabajadores»*. Con ello se daría a entender que la disposición afecta a los requisitos de forma, dejando incólumes los requisitos de oponibilidad a terceros. En todo caso, si se acogiese la interpretación contraria, se presentaría una dualidad de regímenes jurídicos, admitiéndose la prioridad del acreedor en sede concursal, pero no su tercería de mejor derecho fuera de ella. La reforma de los artículos 1921 a 1929 a la que GARCÍA VICENTE hace referencia (*ibid.,* p. 34) no ha sido adoptada.

(142) PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *op. cit.*, p. 1044.

(143) MARÍN LÓPEZ en CARRASCO PERERA, A.; CORDERO LOBATO, E.; MARÍN LÓPEZ, M.J., *Tratado de los Derechos de Garantía, op. cit.*, p. 863.

(144) DE CASTRO, F., *El Negocio Jurídico, op. cit.,* p. 291 y ss.

(145) PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *op. cit.*, p. 1038.

(146) De modo similar, GARCÍA VICENTE, J.R., *La Prenda de Créditos, op. cit.*, pp. 47-48.

(147) Sería, pues, una condición suficiente, pero no necesaria. Podría así interpretarse la asimilación de la notificación al desplazamiento posesorio de las SSTS de 19 de abril de 1997 (RJ 1997/3429), 26 de septiembre de 2002 (RJ 2002/7873), 3 de febrero de 2009 (RJ 2009/1360). En un sentido similar, ver la RDGRN de 18 de marzo de 2008 como respuesta a la consulta de la AEB y la CECA.

(148) La RDGRN de 18 de marzo de 2008 como respuesta a la consulta de la AEB y la CECA parece acoger la tesis de la doctrina (sin referirla expresamente) relativa a la admisibilidad de la entrega de la representación documental del crédito, como pueda ser el contrato del que derivan los derechos o la libreta, de modo que se imposibilite al pignorante la restitución de lo pignorado. No obstante, es cuestionable que la simple entrega de documentos permita en todos los casos la «inmovilización» del crédito. Puede que sea así en el caso de depósitos o imposiciones a plazo fijo, pero no en otros casos.

Quizás en parte por estos problemas la reforma legislativa contenida en la Ley 41/2007, de reforma del mercado hipotecario[149] incluye también una modificación de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento que permite que los derechos de crédito constituyan el objeto de la prenda sin desplazamiento[150]; el cual, como sabemos, es un derecho no sometido al requisito de posesión, sino de registro. Consultada sobre si la reforma suponía la supresión del derecho de prenda ordinaria sobre créditos, la Dirección General de los Registros y del Notariado contestó en sentido negativo, en una elaborada resolución[151]; afirmando que la reforma únicamente amplía la posibilidad de establecer garantías sobre créditos, permitiendo que estos sean objeto de una prenda no posesoria, siempre y cuando ésta se inscriba en el registro[152]. Ambos tipos de garantías son distintos en sus requisitos y efectos[153], lo que amplía, no restringe, las opciones de deudor y acreedor. Es decir, puede que el propósito del legislador sea el de incentivar (no imponer) el empleo de un sistema de publicidad registral frente a un sistema de pura garantía oculta. Con todo, si esto es así, no está claro que el Registro de Bienes Muebles satisfaga las necesidades de publicidad, algo que se solucionaría de modo más eficiente con un registro personal (en el propio Registro Mercantil).

(4) Menos problemas plantea la prohibición de pacto comisorio[154]. No obstante, en este punto la naturaleza del objeto de la cesión (los créditos) sí que debe afectar a la aplicación de la disposición. La prohibición de pacto comisorio es una disposición que trata (al igual que las de prohibición de la usura) de evitar el abuso del deudor por parte del acreedor (evitando que el primero salde una deuda mediante la entrega de un bien de valor muy superior a aquella)[155]. Sobre esta base, la posibilidad de abuso es mucho más reducida en el caso de la cesión de créditos en garantía. El acreedor obtendrá la cantidad objeto de cesión, debiendo reintegrar la diferencia al deudor (la prohibición sólo podría aplicarse si el acreedor se quedase con dicha diferencia). Por este motivo los tribunales no han planteado problemas a la existencia, por ejemplo, de cláusulas de compensación, o que de otro modo permiten al acreedor quedarse con las sumas derivadas de los créditos[156].

---

(149) 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 y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria.

(150) Artículo 54, par. 3 de la LHMPSD, modificado por la DF Tercera de la Ley 41/2007.

(151) Resolución de 18 de marzo de 2008 de la Dirección General de los Registros y del Notariado por la que se responden a las consultas presentadas por la Asociación Española de Banca y por la Confederación Española de Cajas de Ahorro relativas al párrafo tercero del artículo 54 de la Ley de 16 de diciembre de 1954, de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento, según la redacción dada por la Ley 41/2007 de 7 de diciembre, BOE de 13 de junio de 2010.

(152) Artículo 54 par. 3 LHMPSD.

(153) RDGRN de 18 de marzo de 2008, Fundamento Cuarto.

(154) Artículo 1859 del Código civil.

(155) CARRASCO PERERA, A., *Los Derechos de Garantía en la ley Concursal, op. cit.,* pp. 209-213.

(156) Ver, por todas, las SSTS de 25 de junio de 2001 (RJ 2001/5080) (cláusula de compensación en prenda de imposición a plazo fijo), de 3 de febrero de 2009 (RJ 2009/1360) (cobro directo de la deuda del Estado por el acreedor pignoraticio), siendo la más clara la de 19 de abril de 1997 (RJ 1997/3429) donde el Alto tribunal afirma: *«Una vez cobrado por el acreedor pignoraticio el importe del crédito, el pacto de compensación con lo debido por el deudor pignorante para extinguir la deuda no repugna a la prohibición del pacto comisorio (arts. 1858 y 1859), prohibición histórica que se ha mantenido viva en las legislaciones desde el Derecho Romano para evitar que los deudores que necesitan acudir al crédito pacten condiciones leoninas con sus acreedores, que de otra manera podrían quedarse*

4. El conflicto subyacente y sus problemas de ejecución, gestión y agencia

El supuesto de la titulización «clásica» de efectivo, o flujo de caja, incide directamente sobre elementos «fundacionales» de Derecho patrimonial, como la interacción de la autonomía de la voluntad con los «modelos» o «tipos» de relaciones jurídicas, en contextos donde no sólo se ven afectados los derechos de las partes del acuerdo, sino también los de terceros. Y ello en la medida en que este tipo de transacciones comporta la separación de elementos que, intuitivamente, deberían ir unidos en el derecho de propiedad, como el control y el beneficio económico. Del margen que se otorgue a la voluntad de las partes dependerá la eficacia de la «división», «partición», «separación», «segregación», y, con ella, el blindaje concursal, al menos en su sentido jurídico.

Ahora bien, aun cuando el ordenamiento garantice eficacia jurídica a la separación patrimonial, el problema subyacente (separación entre beneficio económico y control) sigue muy presente, como cuestión de hecho, poniendo en peligro la eficacia práctica de esta separación patrimonial garantizada en sentido jurídico. Más en concreto, pensemos que, a pesar dicha separación, el originador/sponsor sigue ocupándose de las tareas de cobro, depósito y gestión de caja respecto de los activos titulizados. Por tanto, la pregunta sin responder es en qué medida cabe abstraer el debate sobre la separación patrimonial (al menos en sentido práctico) de la discusión sobre la necesidad de controles adecuados. Es decir, a modo de metáfora, aun cuando la fachada del edificio, representada por el diagrama de la transacción[157], que recoge la posición jurídica de las partes, parezca sólida, es necesario que el sistema de tuberías y canalización sea igualmente fiable[158].

Como muestra, algunos botones de marca estadounidense. (A) En la titulización de Heilig-Mayers las partes que diseñaron la transacción sólo prestaron atención a la separación patrimonial en sentido jurídico (cesión de créditos) pero no al hecho de la facturación y gestión de cobro descentralizados de la originadora[159]. En cuanto ésta entró en concurso, no existía ninguna estrategia adecuada para el reemplazo en la gestión de cobro y caja (*back-up servicing*), por lo que dejaron de cobrarse los créditos y la cesión quedó en papel mojado[160]. (B) En la titulización de New Century Financial Corp el originador aprovechó (según los demandantes) su papel como depositario para extraer fondos procedentes de los activos titulizados en dos de las transacciones, dejándolas así descapitalizadas[161].

---

para pago de las deudas garantizadas con objetos de más valor de lo debido. En la prenda de imposiciones a plazo por definición está ausente cualquier clase de perjuicio al deudor y a terceros, porque el Banco que goza de la pignoración no va a obtener ni más ni menos de lo que aquella imposición represente, límite de su derecho pignoraticio».

(157) *Supra,* II.2.B y C.

(158) RAMOS MUÑOZ, D., «In Praise of Small Things: Securitization and Governance Structure», *Capital Markets Law Journal* Vol. 5 n.º 4 (Oct. 2010), p. 369; RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization op. cit.*, Ch. 4.

(159) Ambas se realizaban en sus más de 1.200 establecimientos.

(160) GIBSON, S.D., «The Case for the Expanded Role of Trustees in Securitizations», *Banking Law Journal* Vol. 121 (2004) p. 391. Ver también RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit.,* § 4.83, pp. 164-165; *AIG Global Securities Lending Corp. v Banc of America Securities LLC*, 254 F. Supp. 2d 373 (SDNY 2003).

(161) *In re National Century Financial Enterprises, Inc. Inv. Litigation*, 2006 WL 2849784 (S.D. Ohio 2006). Ver también RAMOS MUÑOZ, D., «In Praise of Small Things: Securitization and Governance Structure». *op. cit.*, pp. 398 y ss.; RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit.,* § 4.82, pp. 164 y ss.

(C) Son numerosos los litigios donde los inversores han alegado que, a pesar de ser los activos titulizados propiedad de (u objeto de la garantía a favor de) los inversores, la potestad del sponsor de seleccionarlos y sustituirlos ha resultado en el uso de los vehículos como «vertederos» de activos indeseados por dicho sponsor, o en mecanismos para la financiación por éste de activos a un coste inferior, en detrimento de los inversores(162).

Semejantes problemas han abierto el debate sobre el papel (y los deberes) de un banco frente a sus clientes (parte contractual, fiduciario, o a medio camino). Sin dejarlo de lado, lo cierto es que este elemento únicamente constituye una pieza en lo que debería ser una estrategia de «gobierno» más amplia. En una compraventa de activos, vendedor y comprador se encuentran en posiciones contrapuestas: no es mucho lo que se puede hacer para cambiarlo, y, tratándose de «inversores sofisticados» tampoco está claro que dicho cambio resulte aconsejable un régimen más tuitivo. Pero sí existe la posibilidad de habilitar mecanismos de gestión (o de control de la gestión) del patrimonio que aseguren que los intereses de los inversores son debidamente tenidos en cuenta.

Por desgracia, frente a la riqueza argumental del debate «patrimonial», la atención dedicada a la cuestión del «gobierno», en el sentido del control de los conflictos de interés en la gestión del patrimonio ha sido escasa. No hay aquí espacio para exponer de manera pormenorizada la situación actual o las posibilidades de desarrollo(163). Las conclusiones de su estudio son que las estructuras actuales de titulización no protegen los intereses de los inversores, y no existen medios que sirvan de contrapeso a los intereses del sponsor. En caso de que éste decida abusar de su posición, no existen mecanismos adecuados para evitarlo(164).

---

(162) El ejemplo paradigmático es el caso Goldman Sachs, donde, si bien se trataba de una titulización sintética (donde no se cedían los activos, sino su riesgo mediante un contrato de derivado de crédito) la Securities and Exchange Commission alegó que, en la selección de los activos tuvo un papel preponderante un *hedge fund* (Paulson) que había tomado posiciones contrarias a dichos activos, con el consiguiente incentivo a seleccionar los que fuesen de baja calidad. Ver la demanda de la SEC *SEC v Goldman Sachs*, 10-CV-3229, US District Court, Southern District Court of New York (Manhattan). Todo ello tuvo lugar (siempre según la SEC) ante la mirada de Goldman, en un contexto en el cual el banco de inversión colocaba ABS, MBS y otros productos titulizados entre sus clientes, mientras tomaba posiciones bajo la hipótesis de que el mercado de productos titulizados iría a la baja o se derrumbaría, sin informar específicamente sobre tales riesgos a dichos clientes. El caso se cerró mediante acuerdo, en el cual Goldman accedió a pagar 500 millones de dólares sin asumir responsabilidad. Ver «Final judgment as to Defendant Goldman Sachs & Co» <http://sec.gov/litigation/litreleases/2010/12>. Con todo, la declaración de responsabilidad del banco habría tenido que salvar obstáculos muy difíciles. Ver RAMOS MUÑOZ, D., «SEC v Goldman Sachs and the new wave of (asset-backed) securities litigation. What are the arguments, what is at stake?», *Law and Financial Markets Review* Vol. 4 (2010), pp. 415 y ss.

(163) La contribución al estudio de este problema se ha realizado en otro trabajo, donde se analizan las herramientas de control y «gobierno» entendido en sentido amplio, aplicables a la titulización en el Derecho estadounidense, inglés, español, francés, italiano, luxemburgués o portugués. Ver RAMOS MUÑOZ, D., «In Praise of Small Things. Securitization and Governance Structure», *op. cit.*, pp. 363-418.

(164) En los países anglosajones, en los casos donde se utilizan vehículos societarios, los administradores de la SPV no suponen un mecanismo efectivo al carecer generalmente de medios para someter las acciones del sponsor a escrutinio, y al haber sido nombrados (aun tratándose de administradores independientes) por dicho sponsor; pero es que, además, al tener los inversores la categoría de acreedores, en lugar de accionistas, carecen de acción legal si se incumplen los deberes fiduciarios por los administradores. En el caso de los *colateral manager*, su papel suele ser, en muchos casos, nominal, pues la sección de los activos la hace habitualmente el sponsor, sin que exista una conciencia de que el papel del *manager* es el de realizar él mismo la selección, o controlar la realizada por el sponsor. Finalmente, el *trustee*, si bien en teoría supondría una figura adecuada, su papel se encuentra tan modelado, y su responsabilidad tan limitada, por el *trust deed* (o documento que da lugar al trust) que apenas existe espacio para un papel propiamente

El énfasis de las estructuras de titulización (contractuales o normativizadas), pues, se encuentra en el aislamiento patrimonial y en el blindaje concursal. Pero quien se centra en este objetivo, a expensas del control y «gobierno» de la transacción, acaba por no alcanzar ninguno.

IV. TITULIZACIONES DE NEGOCIO, CESIONES DE ACTIVOS FUTUROS Y CESIONES «ROTATIVAS» O «FLOTANTES»

El segundo problema inherente a las transacciones de financiación estructurada en el que deseamos centrar nuestra atención se refiere a la denominada «titulización de negocio». Esta operación requiere, para su funcionamiento, la cesión de un derecho real sobre los activos (generalmente, derechos de cobro) presentes y futuros que surjan de una actividad empresarial delimitada. Ya de entrada, y en beneficio de la claridad expositiva, se tratará primeramente el problema más específico de la cesión de activos (principalmente créditos) futuros. Sentadas las bases en este sentido, se abordará a continuación la cuestión propiamente dicha de las cesiones «rotativas» o «flotantes»; cuya discusión, si bien necesitan del soporte lógico y jurídico elaborado en materia de cesiones de activos futuros, plantean problemas con su idiosincrasia propia.

1. Titulización y cesión de activos futuros

La primera aproximación a la cuestión reside en el tratamiento de la cesión de activos futuros. Este problema ha sido objeto de tratamiento por doctrina y jurisprudencia, que han enfocado principalmente el tema desde el plano más específico de la cesión de *créditos* futuros. En todo caso, si se mira la cuestión con los ojos de un no jurista, no es poco el salto lógico, casi filosófico, que la misma exige. Desde este plano filosófico, la pregunta es si se puede ceder lo que no se tiene. Descendiendo de nuevo al plano técnico-jurídico, podríamos diseccionar la pregunta más general en tres cuestiones más específicas sobre la cesión de activos futuros, a saber: (A) ¿es válida?; (B) ¿es eficaz frente a terceros?; y (C) ¿es conforme al orden público o susceptible de abusos?

A. Problemas de validez

En primer lugar, está la cuestión de si la cesión de créditos futuros es válida. Las objeciones principales se relacionan con (a) la constancia en escritura pública; (b) la necesidad de notificación; (c) la determinación del objeto.

«fiduciario»; con lo que se transforma en una figura rígida e inoperante, especialmente si aún no ha tenido lugar el impago a los inversores (que es, por cierto, cuando más necesaria sería la labor supervisora). En los países civilistas, con el modelo «normativizado» de titulización, el énfasis se pone en el aislamiento patrimonial, o, a lo sumo, en la regulación y autorización de las sociedades gestoras. Al tomarse (en general) como referencia las instituciones de inversión colectiva no hay una comprensión clara de la relevancia del papel del *servicer* o del depositario, de modo que tampoco de la necesidad de su control. Y no resulta claro si el papel de las sociedades gestoras se asemeja más al del *collateral manager*, o bien al del *trustee* anglosajón. Ver RAMOS MUÑOZ, David, «In Praise of Small Things. Securitization and Governance Structure», *op. cit.*, pp. 383 y ss.

(a) En relación con la constancia en escritura pública, únicamente hay que precisar que, en el caso de la cesión en garantía, la cuestión del requisito de constancia en escritura pública (contenido en el régimen de la prenda) ha sido resuelta por la Ley Concursal(165), manteniéndose sólo si el mecanismo empleado es el de la prenda sin desplazamiento(166).

(b) En cuanto a la notificación (al deudor), ha sido el requisito tradicionalmente exigido en sistemas como el francés(167) o el italiano(168) para la validez de la cesión. No obstante, el entorpecimiento del tráfico económico que suponía ha conducido a diversas reformas, que sustituyen la notificación a cada uno de los deudores por exigencias menos onerosas. En el caso de Francia, con la *loi Dailly*(169), dirigida a facilitar la cesión de créditos empresariales a entidades financieras, se sustituye la notificación por la entrega al cesionario de un documento con la lista (*bordereau*) de los créditos objeto de cesión(170). En Italia, las disposiciones dirigidas principalmente al *factoring* sustituyen la notificación por una publicidad distinta, como es la publicación de la cesión en el registro de empresas, y en la Gaceta Oficial de la República Italiana(171).

En nuestro país, la cuestión de la notificación al deudor se encuentra contemplada en el artículo 347 del Código de comercio(172) y en el 1527 del Código civil(173), ambos con un significado equívoco. La doctrina se ha inclinado hacia la inexigibilidad de la notificación como requisito de validez(174). La jurisprudencia ha acogido esta tesis, entendiendo que la notificación no es un requisito de validez (tampoco de eficacia frente a terceros) ni bajo el Código civil(175), ni tampoco bajo el Código de comercio(176). Tampoco parece que la notificación constituya un requisito de validez cuando lo que se establece es un derecho de prenda sobre el crédito(177). Tampoco cuando el mecanismo utilizado sea la prenda sin desplazamiento de la posesión(178).

---

(165) *Supra* III.3.C.

(166) Artículo 54 par. 3 en relación con el artículo 3 de la LHMPSD. Ver RDGRN de 18 de marzo de 2008.

(167) Artículo 2075 del Código civil francés.

(168) Artículos 1264-1265 del Código civil italiano.

(169) Loi n.º 81-1 de 2 de enero de 1981. En la actualidad la reforma operada por la misma se integra en los artículos L313-23 y siguientes del Código Monetario y Financiero.

(170) Artículos L313-23 par. 1 y L313-27 del Código Monetario y Financiero.

(171) Artículo 58 (2) del Texto Único Bancario. Ver también el artículo 4 (1) y (2), que remite al anterior para las cesiones de crédito resultantes de una operación de titulización.

(172) El citado precepto establece: *«Los créditos mercantiles no endosables ni al portador, se podrán transferir por el acreedor sin necesidad del consentimiento del deudor, bastando poner en su conocimiento la transferencia».*

(173) El artículo 347 del Código de comercio establece: *«El deudor, que antes de tener conocimiento de la cesión satisfaga al acreedor quedará libre de la obligación».*

(174) PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *op. cit.*, pp. 1064-1069.

(175) Ver SSTS de 5 de noviembre de 1974 (RJ 1974\4124), 16 de octubre de 1982 (RJ 1982/5558), 11 de enero de 1983 (RJ 1983/163), 23 de octubre de 1984 (RJ 1984/4972),12 de noviembre de 1992 (RJ 1992/9582), 19 de febrero de 1993 (RJ 1993/997) o 4 de junio de 2007 (RJJ 2007/3426).

(176) SSTS de 26 de marzo y 23 de julio de 2007 (RRJJ 2007/2347, 2007/4698).

(177) *Supra,* III.3.C.

(178) Artículo 54 par. 3 LHMPSD.

(c) En cuanto a la determinación del objeto, si bien el objeto de un contrato debe ser determinado en cuanto a su especie[179], debe distinguirse entre el objeto del contrato y la cosa[180]. No es necesario, pues, que la cosa se encuentre identificada, sino que el objeto sea determinable *sin necesidad de nuevo convenio entre los contratantes*, criterio compatible con el de la «identificabilidad», manejado por parte del Derecho de los países anglosajones[181] y por el Derecho uniforme[182].

No obstante, la tendencia en el pasado en los ordenamientos civilistas ha sido la de exigir que, para ser admisible la cesión de créditos futuros, dichos créditos derivasen de una relación contractual ya existente en el momento del acuerdo de cesión (doctrina del *germe d'existence*)[183]. Esta doctrina ha sido objeto de críticas[184]. Desde un punto de vista práctico, dificulta sobremanera la cesión de una serie de créditos en bloque el exigir que, para ser válidamente cedido cada crédito nuevo (si la relación de la cual dimana no existía anteriormente) sea objeto de una nueva cesión[185].

Sea como fuere, para zanjar la especulación teórica en un marco tan sensible, los legisladores (especialmente en los países civilistas) han ido adoptando sucesivas reformas para favorecer la posibilidad de cesión de créditos futuros. En Francia dichas reformas se adoptaron para la cesión de créditos empresariales[186], mientras que en otros países

---

(179) Artículo 1273 del Código civil español, que añade: *«La indeterminación en la cantidad no será obstáculo para la existencia del contrato, siempre que sea posible determinarla sin necesidad de nuevo convenio entre los contratantes».*

(180) TARABAL BOSCH, J., *La garanzia mobiliare. L'espansione del suo oggetto.* Tesis doctoral. Università degli studi di Bologna. Colegio de España, 2009, pp. 85-87.

(181) Ver RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit.,* § 2.60, p. 56. En Derecho inglés, por ejemplo, el crédito futuro cedido debe ser *«of such nature and so described as to be capable of being ascertained and identified»*. Ver *Tailby v Official Receiver* (1888) LR 13 App. Cas. 523. En Estados Unidos, el artículo 9-203 (b) (3) del *Uniform Commercial Code* (*Attachment and Enforceability of Security Interest; Proceeds; Supporting Obligations; Formal Requisites*) exige una descripción del objeto de la cesión/garantía (el artículo 9 se aplica aunque la cesión no lo sea a los efectos de garantía). El artículo 9-108 (*Sufficiency of Description*) regula el modo en que se puede describir, y rechaza la denominada *«super generic description»* del tipo «*all the debtor's assets»* o «*all the debtor's personal property»*.

(182) El artículo 8 (1) de la Convención de la CNUDMI sobre Cesión de Créditos en el Comercio Internacional establece que: «***Una cesión no será ineficaz*** *entre el cedente y el cesionario o frente al deudor o a otra parte reclamante, y no podrá denegarse prelación al derecho de un cesionario,* ***por tratarse de una cesión*** *de más de un crédito,* ***de créditos futuros****, de partes de un crédito o de derechos indivisos sobre tal crédito,* ***si dichos créditos están descritos:*** *a) Individualmente como créditos objeto de la cesión; o b)* ***De cualquier otra manera, con tal de que sean identificables como créditos objeto de la cesión*** *en el momento de la cesión o,* ***en el caso de créditos futuros, en el momento de celebrarse el contrato originario****»*.

(183) TROIANO, S., *La Cessione di Crediti Futuri,* CEDAM, 1999, p. 236. La jurisprudencia francesa algo más moderna ha mostrado algo más de flexibilidad, al admitir la validez de una cesión de créditos futuros que formaba parte de un «paquete de garantías» que comprendía la garantía real sobre el inmueble, y la cesión de los créditos derivados del arrendamiento de dicho bien inmueble. Esto es, no se especificaba el arrendatario, pero sí el bien. Ver la sentencia de la Cour de Cassation Chambre civile 1, 20 de marzo de 2001, n.º de pourvoi: 99-14982, Bulletin 2001 I n.º 76, p. 48.

(184) TROIANO, S., *La Cessione di Crediti Futuri, op. cit.*, pp. 232-234.

(185) RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization. op. cit.*, § 2.60, p. 56.

(186) En Francia, ver la Ley n.º 81-1 (*loi Dailly*) sobre movilización de créditos «profesionales», actualmente introducida en los artículos L313-23 del Código Monetario y Financiero. No obstante, en el Derecho francés, si bien la reforma de 1981 simplifica las formalidades para la cesión, que se reducen a la entrega de un listado documental (el

se restringieron al ámbito de las cesiones bancarias (dirigidas sobre todo al contexto del *factoring*[187]. Posteriormente, las reformas permitieron (o extendieron) la posibilidad a las cesiones en el marco de la titulización de créditos[188] (ampliando considerablemente las posibilidades de cesión en el caso de Francia)[189].

Ampliadas las posibilidades en cuanto al objeto de la cesión la exigencia de determinación se especifica de distintos modos[190]. El Derecho español para el *factoring* exige *que conste en el contrato de cesión la identidad de los futuros deudores*, o bien que los créditos *existan ya en la fecha del contrato de cesión, o nazcan de la actividad empresarial que el cedente lleve a cabo en el plazo máximo de un año a contar desde dicha fecha*[191]. Es decir, siguiendo al Derecho italiano, se introduce una exigencia adicional de determinación o identificación, y, si no, se introduce un límite temporal, manejándose ambos criterios como alternativos, y no acumulativos[192].

---

famoso *bordereau*) donde se describen los créditos objeto de cesión, la cesión se limita a los créditos vencidos, líquidos y exigibles, o resultantes de actos «ya intervenidos o por intervenir» (*déjà intervenu ou à intervenir*) pero donde la cuantía y la exigibilidad no han sido determinadas. Aun cuando la expresión *«dejá intervenu ou à intervenir»* pueda resultar dudosa, el artículo L313-23 par. 3.4.º exige que el documento de la lista (*bordereau*) contenga la designación o individualización de los créditos cedidos o dados en garantía o de los elementos susceptibles de efectuar dicha designación o individualización, ***en particular*** (*notamment*) la indicación del deudor, del lugar de pago, de la cuantía de los créditos o de su valoración y, si es posible, su fecha de vencimiento. Es decir, el precepto parece exgir que la inclusión de *todos esos elementos y ninguno más* es lo que permite dicha identificación.

(187) En España, ver la Disposición Adicional 3.ª 1.4 de la Ley /1999; en Italia, ver el artículo 3 de la Ley 52/1991.

(188) En España, ver el artículo 2.1.b) del Real Decreto 926/1998 y la Orden Ministerial EHA/3536/2005; en Italia, ver el artículo 1 de la Ley 130/1999; en Luxemburgo, ver el artículo 55 (2) de la Ley de Titulización de 2004; en Francia, ver los artículos L214-43 para. 9 y D214-102 (parte reglamentaria) del Código Monetario y Financiero.

(189) El artículo L214-43 (relativo a la cesión en el contexto de la titulización) contempla menos detalles que el precepto general aplicable a la cesión de créditos empresariales, aunque la ausencia de especificidad en cuanto a la determinación de los requisitos del listado documental (*bordereau*) hace que esta materia deba determinarse de acuerdo con el reglamento. El artículo D214-102 (parte reglamentaria) del Código Monetario y Financiero confirma que el régimen es diferente. Cierto, se exige que se incluya la «designación o individualización» de los créditos cedidos, «o de los elementos susceptibles de efectuar dicha designación o individualización». Pero la disposición sobre cesión de créditos profesionales, tras exigir la designación de dichos elementos prosigue «en particular (*notamment*) por indicación del deudor…», mientras que la disposición sobre titulización prosigue diciendo «por ejemplo (*par example*) por indicación del deudor o del tipo de deudores, los actos o los tipos de actos de los que resultan o resultarán los créditos (*des actes ou des types d'actes dont les créances sont ou seront issues*). Es decir, por un lado se sustituye el «en particular» (*notamment*) que da a entender un sentido imperativo o exhaustivo por el «por ejemplo» (*par example*) que tiene un sentido ejemplificativo y no exhaustivo. Por otro, se añade la posibilidad de identificar de modo más genérico los créditos, y se admite implícitamente la cesión de créditos futuros dimanantes de relaciones subyacentes aún no existentes.

(190) En Francia, ver *supra* nota anterior. En Italia, el artículo 3 (4) de la Ley 52/1991 exige la identificación del deudor cedido, salvo para el caso de créditos futuros (artículo 3 (3), en cuyo caso se introduce una limitación temporal. El artículo 1 (1) de la ley 130/1999 exige que, en el caso de una pluralidad de créditos estos sean «individualizables en bloque». No hace, pues, distinciones entre créditos presentes o futuros en cuanto al grado de identificabilidad. El artículo 8 (1) (b) de la Convención de la CNUDMI exige que los créditos *«sean identificables como créditos objeto de la cesión […] en el momento de celebrarse el contrato originario»*.

(191) DA 3.ª 1.4.º de la Ley 1/1999.

(192) Ello genera preguntas obvias. ¿Qué pasa entonces si el crédito procede de un contrato resultante de la actividad económica desarrollada en el año posterior al contrato que da lugar a la cesión pero dicho contrato no identifica correctamente el crédito? En tal caso, entendemos que el crédito no gozaría de la protección concursal, por el simple hecho de que resulta imposible la identificación. Es decir, es de sentido común el entender que la exigencia de que

En el caso de la titulización las normas no elaboran sobre el requisito de la «determinación» sino, más bien, sobre la «estimación» o «valoración», exigiendo el artículo 2.1 del RD 926/1998 que los derechos de crédito futuros constituyan *ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada*. La inclusión de los derechos del concesionario al cobro del peaje en las autopistas [artículo 2.1.a) RD 926/1998] deja claro que el requisito de la «determinación» (artículo 1273 del Código civil) no puede identificarse con la existencia de la relación contractual con carácter anterior a la cesión. La enumeración contenida en la Orden Ministerial EHA/3536/2005 (193) confirma este extremo (194). Aun así, reiteramos que la técnica legislativa resulta inadecuada. Se crea un privilegio regulatorio en función del sujeto cesionario y del tipo de créditos, y no de las características objetivas de la cesión (pudiendo favorecer a unos sectores sobre otros) dejando una gran incertidumbre sobre las cesiones de activos a sujetos no regulados, o sobre créditos futuros debidamente identificados, pero no incluidos en la lista.

La reforma de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento, de aplicación más general, permite utilizar la prenda no posesoria en relación con *«los derechos de crédito, incluso los créditos futuros»* (195). No obstante, al no haber sido modificadas las restantes disposiciones de la Ley, plantea problemas la exigencia de que la escritura o póliza de prenda contenga la *«Descripción de los bienes que se pignoran, con expresión de su naturaleza, cantidad, calidad, estado y demás circunstancias que contribuyan a individualizarlos o identificarlos»* (196). Parece que dicho requisito deberá interpretarse de manera lo suficientemente flexible, pues no tendría sentido que existiese una contradicción entre disposiciones de la misma ley que dejase inoperante a una de ellas. Con todo, la disposición no resultaría aplicable a una cesión de créditos, sino que las partes deberían acordar expresamente la constitución de una prenda sin desplazamiento en escritura pública.

B. Problemas de eficacia real frente a terceros

En segundo lugar, está la cuestión de la eficacia real (frente a terceros); esto es, si, y en qué momento, la cesión de créditos futuros genera efectos reales. En la jurisprudencia

---

el crédito sea identificable sin necesidad de acuerdo posterior, del artículo 1273 del Código civil no ha sido derogada salvo que se introduzca una exigencia funcionalmente equivalente.

(193) La mencionada Orden Ministerial desarrolla el artículo 2.1 del RD 926/1998 en materia de créditos futuros distintos (pero de «naturaleza análoga») a los derivados del cobro de peaje por el concesionario de autopistas, expresamente contemplados en dicho precepto.

(194) La lista contenida en el artículo segundo se refiere al derecho del arrendador al cobro de cantidades del arrendamiento, los frutos o productos derivados de la explotación de una obra protegida por las normas de propiedad intelectual, un derecho de propiedad industrial (marca, nombre comercial, diseño industrial, patente, modelo de utilidad o análogos), el derecho al cobro de la contraprestación de la venta o suministro de bienes o la prestación de servicios, el derecho de crédito derivado de préstamos, créditos u otro tipo de financiaciones, y el derecho del usufructuario o titular de otro derecho real limitado. En ningún momento se limita el objeto de la cesión exigiendo que la relación deba existir con carácter anterior a la cesión. El hecho de que, en general, así sea, se debe a motivos de practicabilidad comercial (es más fácil estimar la cuantía de un crédito si se ha firmado el contrato del que deriva), pero no a una limitación legal. Ver GARCÍA VICENTE, José Ramón, *La Prenda de Créditos, op.cit.,* p. 175.

(195) Artículo 54 par. 3 de la LHMPSD redactado por la DF 3.ª de la Ley 41/2007 de reforma del Mercado hipotecario.

(196) Artículo 57.1 de la LHMPSD.

inglesa este problema ha sido resuelto mediante una respuesta afirmativa a la primera pregunta. En relación con la segunda, se entiende que el cesionario adquiere el derecho sobre el crédito en el momento en que éste segundo nace, siendo la fecha de prioridad temporal la del acuerdo de cesión(197). Lo mismo cabe decir del Derecho estadounidense(198).

En los países iuscivilistas (España incluida), sin embargo, el requisito de la identificación de los créditos, que ha sido progresivamente superado como requisito de validez, vuelve a hacer su aparición como requisito de eficacia frente a terceros. Si bien la cesión de créditos futuros es válida, la jurisprudencia tradicional rechazó su oponibilidad a terceros o al concurso si el crédito nace con posterioridad al mismo, pues no se transmite el crédito al cesionario hasta su realización, integrando entre tanto el patrimonio del cedente(199). La excepción parecería encontrarse en los supuestos donde la relación subyacente era preexistente al momento del concurso(200). En el Derecho de otros países, como Francia o Italia, ésta parece ser también la solución(201).

En materia de cesiones en garantía la reforma de la Ley Concursal consagra el privilegio del acreedor con prenda de créditos con tal que conste de manera fehaciente la fecha de la prenda(202), pero la ausencia de referencia al supuesto de los créditos futuros hace que no

---

(197) *Holroyd v Marshall* [1862] 10HL Cas. 191; *Tailby v Official Receiver* (1888) LR 13 App. Cas. 523; *Re Lind, Industrials Finance Syndicate Ltd v Lind* [1915] 2 Ch 345; *Re Reis* [1904] 2 KB 769; *Peer International Corp. v termidor Music Publishers Ltd* [2002] EWHC 2675. Ver RAMOS MUÑOZ, David, *The Law of Transnational Securitization, op. cit.*, § 2.57, 2.64, p. 56, 58. Es cierto que, hasta la fecha, el problema específico no se ha planteado en sede concursal. No obstante, en casos como *Sowman v David Samuel Trust Ltd* [1978] 1 All ER 616, *per* Goulding J at 623, se admite el derecho del titular de la garantía (*mortgagee*) a vender el bien sujeto a la misma aun después del inicio del concurso del deudor cedente, lo que permite extraer una deducción en sentido positivo. Ver GOODE, Roy, *Goode on Legal Problems of Credit and Security, op. cit.*, § 2-14, p. 76.

(198) Así es para los Estados que hayan adoptado la versión oficial del artículo 9-204 (b) del *Uniform Commercial Code*.

(199) Ver SSTS de 27 de junio de 2003 (RJ 2003/4313) o de 18 de mayo de 1993 (RJ 1993/3565).

(200) Se ha entendido por algunos autores que la eficacia «real» de la cesión de créditos futuros (eficacia frente a los acreedores del cedente o la administración concursal) se establece en el momento del nacimiento de la relación jurídica que daba lugar al crédito; sin que exista una retroacción al momento de la suscripción del contrato de cesión. Ver PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *op. cit.*, p. 192; ORTÍ VALLEJO, A., «Cesión de créditos futuros y *factoring*», *op. cit.*, pp. 26-27. La jurisprudencia de los tribunales ha admitido la eficacia de la cesión de créditos futuros en casos donde la relación jurídica subyacente era preexistente a la ejecución por parte de terceros acreedores. Ver SSTS de 11 de febrero de 2003 (RJ 2003/938) y de 6 de noviembre de 2006 (RJ 2006/9246).

(201) En Francia, la *Chambre commercial* de la *Cour de cassation* afirmó en 2000 (a pesar de encontrarse la *loi Dailly* en vigor) que, que la apertura del procedimiento concursal del cedente obstaculizaba los derechos del banco cesionario sobre los créditos nacidos de la ejecución de un contrato de tracto sucesivo con posterioridad a dicha apertura (sentencia de 26 de abril de 2000, Com, 26 avril 2000, *Bull. civ*. 2000, IV, 84). La segunda *Chambre civil* de la *Cour de cassation* mantenía una tesis distinta, que admitía la eficacia real de dicha cesión. Cour de Cassation Chambre civile 1, 20 de marzo de 2001, n.º de pourvoi: 99-14982, Bulletin 2001 I n.º 76 p. 48. La *Chambre commerciale* ha ido paulatinamente variando su postura, admitiendo la eficacia real de cesiones de créditos futuros surgidos con posterioridad al concurso en el contexto de contratos de prestación diferida [ver KERGOMMEAUX, X. de, «Cession Dailly de créances futures: ou en est-on?», *RTDF* n.º 1 (2006) p. 108-109]. No obstante, en todos los casos se trataba de relaciones contractuales preexistentes al momento del concurso. En Italia, es cuestión pacífica tanto la validez de la cesión de créditos futuros como la inexistencia de efecto traslativo (y consecuente inoponibilidad de dicha cesión a terceros o al concurso) hasta el momento del nacimiento del crédito. Ver Cass. 10 gennaio 1966, n. 184, in Foro it., 1966, I, 1307, Cass. 8 maggio 1990, n. 4040, in Foro it., 1991, I, 2490; Cass. 22 novembre 1993, n. 11516, in Foro it., 1994, I, 3126; Cass. 17 marzo 1995, n. 3099, in Foro it., Rep. 1995; Cass. 14 novembre 1996, n. 9997.

(202) Artículo 90.1.6.º de la LC.

se pueda ser concluyente. Quizás en este punto la reforma de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento podría resultar más útil, en la medida en que la posibilidad se contempla de manera expresa(203), y el principio de prioridad es el de inscripción registral(204). Recordemos, no obstante, que en ambos casos las reglas sólo resultarían aplicables cuando exista una prenda no posesoria o una prenda ordinaria o una cesión en garantía sobre los créditos, no en el caso de una cesión plena.

Teniendo en cuenta la situación, el legislador parece haber optado por salvar el obstáculo mediante las reformas aplicables a las cesiones en el contexto de la titulización(205). En Francia las disposiciones en materia de titulización parecen retrotraer los efectos a la fecha del documento de cesión (*bordereau*)(206). En Italia, si bien la regla general parece indicar la admisibilidad de la cesión de créditos futuros(207), y su oponibilidad al concurso(208), esta posibilidad se limita cuando el cesionario conociese la situación de concurso a la hora de exigir el pago, siempre que el pago del cesionario al cedente se haya efectuado en el año anterior a la sentencia declarativa de concurso, y antes del vencimiento del crédito cedido(209), pudiendo la administración concursal rescindir las cesiones operadas sobre créditos no surgidos en la fecha de la mencionada sentencia(210).

En España se establece la validez y eficacia de la cesión de créditos futuros en el contexto del *factoring* (u otras cesiones bancarias)(211) y de la titulización(212). Los requisitos para que opere dicha eficacia son:

(1) Que el cedente sea un empresario y los créditos cedidos procedan de su actividad empresarial;

(2) Que el cesionario sea una entidad de crédito o un Fondo de titulización;

(3) Que los créditos objeto de cesión al amparo del contrato existan ya en la fecha del contrato de cesión, o nazcan de la actividad empresarial que el cedente lleve a cabo

---

(203) Artículo 54.3 de las LHMPSD.

(204) RDGRN de 18 de marzo de 2008.

(205) Disposición Adicional n.º 3 de la Ley 1/1999, y artículo 2 (1) del Real Decreto 926/1998 y Orden Ministerial n.º 3536/2005. Ver también, en Italia, la Ley 52/1991 y el artículo 1.1 de la Ley 130/1999; en Francia, el artículo L214-43 del Código Monetario y Financiero; y, en Luxemburgo, el artículo 55 (2) y (3) de la Ley de Titulización. RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit.*, § 2.63, p. 57.

(206) Artículo L214-43 par. 9 del Código Monetario y Financiero.

(207) Artículo 1 (1) de la Ley 130/1999 y artículo 3 (3) de la Ley 52/1991.

(208) Artículo 5 (1) (c) de la Ley 52/1991.

(209) Artículo 7 (1) de la Ley 52/1991.

(210) Artículo 7 (2) de la Ley 52/1991.

(211) La DA 3.ª establece en su punto n.º 2 que: *«Las cesiones de créditos empresariales a que se refiere la presente disposición tendrán eficacia frente a terceros desde la fecha de celebración del contrato de cesión a que se refiere el número anterior siempre que se justifique la certeza de la fecha por alguno de los medios establecidos en los artículos 1218 y 1227 del Código Civil o por cualquier otro medio admitido en derecho».*

(212) Debe interpretarse que la referencia de los artículos Quinto 1 de la Ley 19/1992, y 1 (1) del Real Decreto 926/1998 al hecho de que los fondos de titulización constituyen «patrimonios separados» es indicativa de la eficacia real de la cesión. Por si esto fuese poco, la DA 3.ª 1.2.º extiende la protección del apartado 2 referido en la nota anterior cuando el cesionario es un fondo de titulización.

en el plazo máximo de un año a contar desde dicha fecha, o que conste en el contrato de cesión la identidad de los futuros deudores;

(4) Que el cesionario pague al cedente, al contado o a plazo, el importe de los créditos cedidos con la deducción del coste del servicio prestado.

(5) Que en el caso de que no se pacte que el cesionario responda frente al cedente de la solvencia del deudor cedido, se acredite que dicho cesionario ha abonado al cedente, en todo o en parte, el importe del crédito cedido antes de su vencimiento.

De esta lista ya nos hemos referido a la limitación subjetiva de las entidades que pueden actuar como cesionarios, y con posterioridad nos referiremos a la limitación temporal de los créditos futuros. Aparte, es de destacar la exigencia del abono por el cesionario del crédito cedido con anterioridad a su vencimiento, requisito que recuerda a la exigencia del Derecho inglés de que se haya ejecutado la contraprestación (*executed consideration*) para distinguir entre el derecho de garantía real, y el contrato para la creación de dicha garantía real(213).

Sin embargo, no es obvia la respuesta a la pregunta de si los requisitos anteriores pueden aplicarse a las cesiones efectuadas en una operación de titulización. Aunque la DA 3.ª de la Ley 1/1999 se aplica a las cesiones donde el cesionario es un fondo de titulización, las normas específicas sobre titulización no incluyen las condiciones enumeradas en la misma (ni en el artículo 2.1 del Real Decreto 926/1998, ni tampoco en el artículo Tercero (*Condiciones de cesión a un fondo de titulización de activos*) de la Orden Ministerial EHA/3536/2005). En este punto volvemos a encontrar problemas de coordinación, de esperar cuando la técnica legislativa seguida establece privilegios regulatorios respecto del régimen general de los derechos reales, basados en motivos y sujetos a condiciones cuya *ratio* no resulta clara ni ofrecen una visión de conjunto plenamente coherente, que permita identificar unos principios comunes.

C. Problemas de conformidad con el orden público y límites

(C) Por último, en el caso de que la cesión de créditos futuros sea válida y eficaz se plantea inmediatamente el problema de los límites de orden público a la misma. Y ello porque, llevada a su extremo, este tipo de cesión permitiría, por un lado, (a) una restricción intolerable de la libertad económica del deudor cedente, lo que nos llevaría a un problema de orden público(214); y, por otro, (b) una desprotección absoluta de los acreedores ordinarios, que podrían ver cómo el apreciable conjunto de activos de un deudor (o su capacidad de generación de efectivo) quedan en nada en la práctica. En tales casos la exigencia de determinación del Código civil no resulta un límite suficiente, pues basta con que el crédito objeto de cesión sea identificable sin necesidad de convenio posterior; lo que se cumpliría con una cláusula de cesión global en el sentido de la cesión de «todos los créditos futuros» generados por el deudor(215).

---

(213) Ver GOODE, R., *Goode on Legal Problems of Credit and Security, op. cit.*, § 2-15, p. 77.

(214) PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de Créditos», *op. cit.*, p. 1096.

(215) En un sentido similar GARCÍA VICENTE, J.R., *La Prenda de Créditos, op. cit.*, pp. 188-189.

Fuera de este tipo de límites genéricos, el rechazo aparente de los tribunales a retrotraer los efectos «reales», u oponibilidad de la cesión a terceros y al concurso, al momento de suscripción del acuerdo de cesión[216], con la salvedad de los créditos surgidos con posterioridad, pero dimanantes de relaciones preexistentes al momento del concurso, operaría como el límite implícito más obvio para evitar el abuso.

Con todo, resta preguntarse si, fuera de lo anterior, existiría algún límite que, explícitamente, restringiría la cesión de créditos futuros en los casos de abuso. Esta pregunta es relevante en los casos donde una disposición normativa específica retrotrae los efectos frente a terceros al momento de la cesión; y cobraría aún más valor si entendiésemos que la protección real se extiende a todos los casos de cesiones de créditos futuros[217], algo que, en principio, parece desmentido por la jurisprudencia examinada anteriormente (si bien la jurisprudencia es susceptible de variación).

Centrándonos en los supuestos sometidos a reglas específicas, en el caso del *factoring* (o, en general, de las cesiones sometidas a la DA 3.ª 1 de la Ley 1/1999) la protección «real» de la cesión se limita a los créditos futuros que *nazcan de la actividad empresarial que el cedente lleve a cabo en el plazo máximo de un año*. La redacción no aclara del todo si el año se refiere a la actividad o a la existencia o a los créditos[218]. En todo caso, es clara la voluntad del legislador de limitar el efecto «real» de la protección.

Cuestión distinta es si esta limitación se podría aplicar «por analogía» a las cesiones de créditos futuros en general (en el hipotético caso de que nuestro Derecho otorgara protección real a todas las cesiones de créditos futuros). Si bien algunos autores han entendido que sí, entenderíamos, más bien, que la especificidad de la disposición no permite su aplicación analógica[219]. Por un lado, como hemos reiterado, la disposición carece de pretensiones de generalidad[220]. Por otro, no está claro si la *ratio* del precepto es la de evitar abusos u otra distinta. Además, el límite no es flexible, y susceptible de adaptación al caso concreto, sino rígido (1 año).

En tales casos, por tanto, la solución parece encontrarse en límites genéricos. Un ejemplo sería la noción de «sobregarantía» o «sobreaseguramiento», aplicable en aquellos casos donde exista una desproporción entre el valor del bien objeto de garantía y el de la deuda garantizada[221] (si la cesión se califica como cesión en garantía o prenda de créditos), para

---

(216) SSTS de 27 de junio de 2003 (RJ 2003/4313) o de 18 de mayo de 1993 (RJ 1993/3565).

(217) Ver por ejemplo GARCÍA VICENTE, J.R., *La Prenda de Créditos, op. cit.*, pp. 161, 179-183.

(218) El artículo 3 (3) de la Ley 52/1991 italiana, con mejor técnica legislativa, habla de créditos surgidos de *contratos* celebrados en el plazo de veinticuatro meses desde la suscripción del contrato de cesión.

(219) En el mismo sentido GARCÍA VICENTE, J.R., *La Prenda de Créditos, op. cit.*, p. 183. No obstante, no compartimos la opinión del autor relativa a la irrelevancia de la DA 1/999.

(220) Se trata de una disposición aplicable a un tipo de créditos específico, y cuyo cesionario es una entidad específicamente regulada.

(221) PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *op. cit.*, p. 1096. La noción se emplea de modo expreso en sentencias como la de la Audiencia Provincial de Albacete, de 9 de marzo de 2001 (AC 2001/1080); de la Audiencia Provincial de Girona de 14 de septiembre de 2000; o de la Audiencia Provincial de Castellón de 25 de febrero de 2005 (AC 2005/105412). El arraigo de la jurisprudencia sobre «sobregarantías» o garantías «desproporcionadas» es de naturaleza tuitiva. Para el caso de consumidores y usuarios existe una clara referencia en la DA 1.ª 18 de la antigua Ley 26/1984, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, que considera abusiva *«La imposición de garantías*

lo cual algunos autores proponen tomar como estándar las garantías ofrecidas en operaciones semejantes en el mercado(222) (con la consiguiente dificultad que ello comporta)(223). Otra posibilidad operaría en aquellos casos donde la garantía suponga una restricción intolerable de la libertad personal o económica y comercial del deudor(224).

Asimismo, estas limitaciones inciden sobre los supuestos donde el abuso se comete sobre el deudor cedente; no sobre los restantes acreedores de aquél. Y es que resulta difícil modular los límites en este caso, pues la sola presencia de eficacia real en la cesión de créditos/activos futuros, plena o en garantía, ya constituye un cierto abuso sobre los acreedores, en la medida en que su presencia es desconocida para ellos, por tratarse de una garantía oculta. Quienes defienden la necesidad de dotar de oponibilidad a estas cesiones con motivo de las necesidades del tráfico, como hacen los países anglosajones, no pueden olvidar que en dichos países la eficacia real está supeditada a los requisitos de *«perfection»*(225), que, en el caso de los créditos, pasan por la inscripción registral(226). En líneas anteriores nos preguntábamos acerca de la corrección de asimilar sin más exigencias la cesión de créditos en garantía al régimen de la prenda; en la medida en que ello obvia no sólo el requisito de desplazamiento posesorio, sino el principio (o uno de los principios) que se encuentran detrás del mismo, como es la exigencia de publicidad de las garantías(227). Si se plantea extender la protección jurídico real a los créditos futuros estas preguntas se vuelven más perentorias. Si, como veremos a continuación, se plantea la extensión a los créditos «rotantes», las preguntas resultan inaplazables.

2. Titulización y cesión «rotativa» o «flotante»

A. Consideración del problema

Aunque pueda parecer un problema análogo al de la cesión de créditos futuros, la cesión «rotativa» presenta peculiaridades propias y dignas de estudio. Para empezar, la

---

desproporcionadas al riesgo asumido. Se presumirá que no existe desproporción en los contratos de financiación o de garantías pactadas por entidades financieras que se ajusten a su normativa específica». Sin embargo, la cuestión resulta muy compleja en las transacciones comerciales. En este punto, existen precedentes en materia de intereses (por todas, ver las SSTS de 7 de mayo de 2002 (RJ 2002/4045) o de 21 de febrero de 2003 (RJ 2003/2893), pero los mismos tenían como base la Ley de Represión de la Usura.

(222) GARCÍA VICENTE, J.R., *La Prenda de Créditos, op. cit.*, p. 190.

(223) Así como en el caso de los intereses resulta más fácil establecer la comparativa, por tratarse de una cifra, las garantías (especialmente los «paquetes de garantías») resultan más complejas y específicas para cada caso, y menos transparentes de modo, que resulta mucho más difícil encontrar comparables.

(224) PANTALEÓN PRIETO, F., «Cesión de créditos», *op. cit.*, p. 1096.

(225) Se distingue entre los requisitos de *«attachment»*, que convierten a la garantía en efectiva entre las partes, y de *«perfection»*, que la convierten en efectiva frente a terceros. Ver GOODE, R., *Goode on Legal Problems of Credit and Security, op. cit.*, § 2-02-2-29, pp. 63-92.

(226) *Ibid*., § 3-22, p. 108 y ss.

(227) En este sentido, ver la Sección IX – 3:102 del Draft Common Framework of Reference, que considera como únicos mecanismos para que un derecho de garantía sea efectivo frente a terceros el registro, la posesión o el control. Ver *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law. Draft Common Framework of Reference (DCFR)* Volume 6, 2009, p. 5478. El Draft Common Framework of Reference ha sido elaborado como resultado de los esfuerzos del *Joint Network on European Private Law (CoPECL: Common Principles of European Contract Law*) con el objetivo de convertirse en la base de un futuro Código civil europeo.

dificultad inicial se encuentra a la hora de definir en *qué* consiste la cesión «rotativa» o «flotante» (plena o en garantía); lo que, a su vez, determina el tipo de problemas jurídicos que deberán ser objeto de tratamiento. Tal como lo hemos expresado más arriba, en esta transacción una parte (cedente) cede a un vehículo (cesionario) los activos adscritos a una actividad económica, por entender que el conjunto resulta superior (como garantía y como generador de efectivo) que la suma de sus partes[228].

(1) Por un lado, podemos considerar que la cesión «rotativa» o «flotante» plantea un problema de *futuridad* del objeto de la cesión. Esta postura pasa por considerar que la dificultad intrínseca de este tipo de cesión es la ausencia de conocimiento de los activos que compondrían el patrimonio caso de ser necesaria la ejecución separada, o la protección concursal. Por tanto, el problema, desde el punto de vista de la validez, sería uno de determinabilidad del objeto (que se puede solucionar con relativa facilidad, como hemos visto más arriba[229]). La venta «en globo» o de una totalidad de bienes y derechos se admite en nuestro ordenamiento[230], por lo que la validez no sería problema.

La eficacia real es una cuestión distinta, y más compleja. Si se identifica el problema de la cesión «rotativa» o «flotante» con el de la cesión de activos futuros, se trataría de dirimir si la protección del derecho del cesionario se retrotrae al momento de la cesión (otorgándole prioridad sobre los bienes), o si se entiende que la protección sólo puede arrancar desde el momento en que los activos (créditos incluidos) pasan al patrimonio del cedente, con lo que no quedaría protegido en caso de concurso, o de embargo.

(2) Por otro, podemos considerar que el problema inherente a la cesión «rotativa» o «flotante», si bien comprende el de la cesión de activos futuros, no es equivalente a éste[231]; sino que añade la cuestión de la *extensión de la garantía*, o *subrogación real*. Dejando de lado la cesión de activos futuros, ya examinada, se trataría, pues, de determinar si, y en qué medida, la ley permite la extensión de la protección real dispensada al cesionario a los activos que sustituyen a los inicialmente afectos a la garantía.

---

(228) *Supra* II.2.C.b.

(229) *Supra* IV.1.

(230) Artículo 1532 del Código civil español, que regula el saneamiento en la venta alzada *«o en globo la totalidad de ciertos derechos, rentas o productos»*.

(231) Tal es la postura de los ordenamientos anglosajones. En Derecho inglés, en *Re Yorkshire Woolcombers Association Ltd* [1903] 2 Ch. 284 en 295, L.J. ROMER afirmó: *«I certainly do not intend to attempt to give an exact definition of the term "floating charge" nor am I prepared to say that there will not be a floating charge within the meaning of the Act, which does not contain all the three characteristics that I am about to mention, but I certainly think that if a charge has the three characteristics that I am about to mention it is a floating charge. (1.) If it is a charge on a class. of assets of a company* ***present and future****. (2.) If that class. is one which in the ordinary course of the business. of the company would be changing from time to time; and (3.) If you find that by the charge it is contemplated that, until some future step is taken by or on behalf of those interested in the charge, the company may carry on its business. in the ordinary way so far as concerns the particular class of assets I am dealing with».* GOODE, R., *Goode on Legal Problems on Credit and Security, op. cit.,* § 4-03, p. 127. En el Derecho estadounidense, se entiende que el respaldo a la denominada *floating lien* viene dado no sólo por la validez y eficacia real de las cláusulas de garantía sobre *after-acquired property*, sino también por la abolición de la denominada «regla del dominio», que declaraba nulas las cláusulas que permitían al deudor realizar actosde disposición sobre los bienes objeto de la garantía. Ver *Official Comment* Section 9-205, del Uniform Commercial Code estadounidense. Para una exposición clara y precisa de la cuestión, ver TARABAL BOSCH, J., «El concepto de *proceeds* en el Artículo 9 UCC», *InDret, Revista para el análisis del Derecho* n.º 1 (enero 2010), pp. 10-11.

B. Objeto de la garantía, subrogación real y afectación patrimonial

La respuesta a si la garantía «rotativa» o la «flotante» serían figuras válidas y eficaces (confiriendo derechos *erga omnes* al titular de la garantía) no es fácil, y exige al jurista una labor entre creativa y arqueológica, ideando nuevas figuras o ficciones, o desenterrando viejos principios.

En los países anglosajones la figura se encuentra claramente admitida. En Inglaterra sus raíces se encuentran en ciertas disposiciones legislativas que establecían una figura similar(232), y su posterior admisión por los tribunales(233). La definitiva aceptación de la *«floating charge»* vino a través de la elaboración del concepto de *«attachment»*, el cual permite la creación del derecho de garantía entre las partes, con el efecto de que la garantía se «ajuste» (*fasten*) sobre unos activos concretos(234). Supeditándolo al cumplimiento de las condiciones fijadas en el acuerdo, se podía posponer el *attachment*, haciendo «flotar» la garantía, hasta que la potestad de gestión del deudor finalizase por la intervención del acreedor(235); y así fue admitido por los tribunales(236).

En Estados Unidos los tribunales eligieron el camino opuesto. Acuñando la denominada *«dominion rule»*, entendieron que no cabía admitir el derecho de disposición del constituyente de la garantía sobre los bienes objeto de la misma, siendo nula cualquier cláusula que así lo estableciera(237). Por ello la admisión de la figura tuvo que pasar por la reforma legislativa, con la aprobación del texto del *Uniform Commercial Code*(238).

En países de la órbita civilista el caso de Italia es aquél donde ha existido una mayor elaboración sobre la cuestión(239), que ha conducido a la aceptación de la figura por la juris-

---

(232) La Companies Clauses Consolidation Act 1845 permitía a companies tipo *utilities* establecer una garantía sobre la totalidad de su empresa, la cual sólo podía ejecutarse una vez la compañía había dejado de ser una empresa en funcionamiento. Ver GREGORY, R.; WALTON, P., «Fixed and floating charges – a revelation», *Lloyd's maritime and commercial law quarterly* n.º 1 (2001), pp. 123 y ss.

(233) Los tribunales entendieron que la sociedad no resultaría paralizada por la amplitud de la garantía, en la medida en que podría seguir con su negocio hasta el momento de la liquidación o del nombramiento de un *receiver*. Ver *Re Florence Land and Public Works Company* (1878) 10 Ch. D. 530, 546-547; GOODE, R., *Goode on Legal Problems of Credit and Security, op. cit.,* § 4-02, p. 125.

(234) Se contrapone a la noción de *«perfection»*, que supone la eficacia *erga omnes* de la garantía, y requiere un acto con trascendencia «externa», como la posesión, control, registro, etc. Ver GOODE, R., *Goode on Legal Problems of Credit and Security, op. cit.,* § 2-02, p. 63.

(235) *Ibid*., § 4-02, p. 125.

(236) *Re Panama, New Zealand and Australia Royal Mail Co* (1870) 5 Ch. App. 318; *Re Yorkshire Woolcombers Association Ltd* [1903] 2 Ch. 284.

(237) *Benedict v Ratner*, 268 U.S. 353 (1925). Para un tratamiento de la cuestión desde el punto de vista del Derecho estadounidense y español, ver TARABAL BOSCH, J., «El concepto de *procedes* en el Artículo 9 UCC», *op. cit.,* p. 10.

(238) La Sección 9-205 (a) (*When security interest not invalid or fraudulent*) del Uniform Commercial Code establece: *«A security interest is not invalid or fraudulent against creditors solely because: (1) the debtor has the right or ability to: (A) use, commingle, or dispose of all or part of the collateral, including returned or repossessed goods; (B) collect, compromise, enforce, or otherwise deal with collateral; (C) accept the return of collateral or make repossessions; or (D) use, commingle, or dispose of proceeds; or (2) the secured party fails to require the debtor to account for proceeds or replace collateral».*

(239) La contribución principal vino a cargo del profesor Gabrielli. Ver GABRIELLI, E., *Il pegno «anomalo»*, CEDAM ed., Padova, 1990; *Sulle garanzie rotative*, Esi ed., Napoli, 1998; «Il pegno», en *Trattato di diritto civile*, dirigido por Rodolfo Sacco, UTET ed., Torino, 2005.

prudencia(240). La construcción teórica a través de la cual se articula la inserción del *pegno rotativo* en el Derecho italiano es la de «operación económica»(241).

En España, la posibilidad de que un derecho real permanezca inalterado al tiempo que las cosas sobre las que recae se ven modificadas se ha estudiado en relación con la noción de «sustitución del objeto» de la garantía(242); o la necesidad de distinguir entre «objeto» de la garantía (que puede designarse de modo genérico) y la «cosa» concreta sobre la que recae en un momento determinado(243). En ambos casos, se ha hecho una referencia genérica al principio de *subrogación real*(244), como base del fenómeno.

La «subrogación real» es un concepto escurridizo que ha variado con el tiempo. (1) En su concepción clásica se consideraba una ficción jurídica, y, por tanto, de Derecho estricto(245), asociada a la idea de «universalidad» de bienes(246). En el Derecho común anterior la «universalidad» de bienes por excelencia había sido la herencia, pero la teoría clásica tomó como ejemplo el concepto de «patrimonio» (en concreto, el patrimonio personal que contempla el artículo 1911 del Código civil español(247)).

(2) La reacción frente a esta visión se centró en la crítica a la idea de «patrimonio» personal, como vertebradora de la subrogación real. Las nuevas tesis, pues, defendían, por un lado, la idea de patrimonios «especiales» o «separados», y por otra, la idea del «valor» (el objeto del derecho es un valor, y no un bien individualmente considerado)(248).

---

(240) Cass. 28-5-1998, n. 5264; Cass. 27-9-1999, n. 10685, GC, 2000, I, 1459.

(241) GABRIELLI, E., *Il Pegno, op. cit.*, p. 237 y ss., especialmente p. 239.

(242) SALINAS ADELANTADO, C., *El Régimen Jurídico de la Prenda de Valores Negociables,* Valencia: Tirant lo Blanch, 1996, p. 231; VEIGA COPO, A.B., «Prenda *Omnibus*, Prenda Rotativa de Acciones, Garantía Flotante», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* n.º 82 (2001), p. 43.

(243) TARABAL BOSCH, J., *La garanzia mobiliare. L'espansione del suo oggetto, op. cit.*, p. 85 y ss.

(244) En este sentido, ver ROCA SASTRE, Ll., «La subrogación real», *Revista de Derecho Privado* tomo 33 (abril 1949), pp. 281-304; VALLET DE GOYTISOLO, Juan, «Pignus Tabernae», *Anuario de Derecho civil* VI-IV (octubre-diciembre 1953), p. 483 y ss.; MARÍN PADILLA, M.L., «La formación del concepto de subrogación real», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* n.º 510 (septiembre-Octubre 1975), p. 1111 y ss; GARCÍA-BERNARDO LANDETA, A., *La Subrogación Real en el Derecho Común Español,* Madrid: Consejo General del Notariado, 2000, 413 p. En Francia, el otro país civilista donde la materia ha sido objeto de mayor elaboración, ver CAPITANT, H., «Essai sur la subrogation réelle», *Revue Trimestrielle de Droit Civil*, 1919, p. 25 y ss.; HENRY, A.C., *De la subrogation réelle conventionnelle et légale,* París, 1913; BONNECASE, Julien, *Elementos de Derecho Civil*, Vol. III, traducción de CAJICA, J.M., Puebla, 1946, p. 10 y ss. Para un sistemático y claro análisis comparado, ver TARABAL BOSCH, J., *La garanzia mobiliare. L'espansione del suo oggetto, op. cit.,* p. 83 y ss.

(245) La voluntad de las partes, pues, no podía servir de base a la subrogación real.

(246) La «universalidad» de bienes se caracteriza por la fungibilidad absoluta de los elementos que lo componen. En este sentido, ver MARÍN PADILLA, M.L., «La formación del concepto de subrogación real», *op. cit.*, p. 1165.

(247) El equivalente en Francia, donde se construyó fundamentalmente esta teoría, era el artículo 2092 del Código civil francés, que establecía la prenda del acreedor sobre el patrimonio del deudor. La distinción principal, pues, se establecía entre la subrogación «general», que se produce dentro de las universalidades de bienes, y la subrogación «especial», que se refiere sólo a las cualidades de ciertos bienes (y que, en todo caso, necesita también una habilitación legal expresa). Ver MARÍN PADILLA, M.L., «La formación del concepto de subrogación real», *op. cit.*, pp. 1167-1169.

(248) La distinción principal que se establece, pues, es entre la subrogación real «convencional», que se refiere a los casos donde existe una afectación de bienes por las partes (patrimonios de afectación) y la subrogación real «legal», que descansa sobre la autoridad de la ley, y se refiere a los casos donde la misma ordena la restitución de un patrimonio. Ver MARÍN PADILLA, M.L., «La formación del concepto de subrogación real», *op. cit.*, p. 1179.

(3) Finalmente, los desarrollos posteriores del concepto disocian la subrogación real de la idea de universalidad. La idea de universalidad, sostienen los autores, parte de la premisa de la fungibilidad absoluta de los elementos que la componen; y actúa con carácter principal para dotar al titular del derecho de acciones de recuperación. La subrogación real, por un lado, actúa, de modo subsidiario, para proteger al titular en aquellos casos donde carece del derecho a perseguir la cosa misma (reipersecutoriedad)(249). Por otro, y estrechamente relacionado con ello, los bienes y derechos del patrimonio no pierden su importancia individual. Simplemente, la subrogación real permite la fungibilidad relativa de los elementos cuando existe una relación de «filiación» o procedencia entre ellos(250).

Es decir, las tesis más modernas en Derecho español articulan la subrogación real como una suerte de «remedio» para prevenir situaciones injustas en aquellos casos donde existe una relación (objetiva, entendemos) de procedencia entre los bienes objeto del derecho(251). Tal sería el caso donde, por ejemplo, el derecho sobre una cosa se extiende al precio satisfecho por la cosa en caso de enajenación a un tercero de buena fe(252), o a la indemnización por pérdida(253) (siendo necesaria, en todo caso, habilitación legal).

Esta concepción, sin embargo, deja fuera los casos (principal objeto de estudio aquí) donde la relación entre las cosas no es de filiación o procedencia, sino derivada de su pertenencia a un patrimonio, que es fluctuante por las propias exigencias de movilidad del mismo impuestas por el tráfico económico(254), y llevadas a cabo por la gestión activa

---

(249) La subrogación real, pues, se sustenta en una idea de equidad, en la necesidad de evitar la privación de derechos al titular que carece de acción reivindicatoria. De ahí que, a lo largo de su evolución, la subrogación real se haya confundido a menudo (y, en ocasiones, resulte difícil de disociar) de las acciones de restitución por enriquecimiento injusto. Ver MARÍN PADILLA, M.L., «La formación del concepto de subrogación real», *op. cit.*, pp. 1200-1201.

(250) BONNECASE, J., *Elementos de Derecho Civil*, Vol. III, p. 10 y ss.; TARABAL BOSCH, J., *La garanzia mobiliare. L'espansione del suo oggetto, op. cit.*, p. 83.

(251) ROCA SASTRE, Ll. «La subrogación real» *op. cit.*, p. 281 y ss. Es decir, la subrogación nunca sería general, sino especial, afectando sólo al derecho sobre la cosa, y no a las demás características (jurídicas) de la cosa (el hecho de establecer una garantía sobre una indemnización por pérdida de un inmueble no convierte a dicha indemnización en un bien inmueble).

(252) STS de 3 de marzo de 2000 (RJ 2000/1501), cuyo fundamento TERCERO establece: *«Aunque no son aplicables las reglas que rigen para la comunidad postganancial, porque se superponen las del usufructo de disposición, rige para éste el principio de la subrogación real (aplicación de la cualidad jurídica que tenía el bien de que se dispuso al que se adquiere en su sustitución), del mismo modo que para su pariente jurídico, aunque con evidentes diferencias, del fideicomiso de residuo. Tal aplicabilidad resulta de la tradición jurídica románica (D. Libro XXXI, título único, leyes 70, párr. tercero, 71 y 72), de la opinión de la doctrina, y lo aconseja la razón ("quod ratio suadet"). Con arreglo a dicho principio —"pretium succedit in locum rei"— el dinero recibido por la venta no pasa a pertenecer privativamente al usufructuario, sino que sustituye el objeto, ocupando el puesto del bien enajenado. Esta previsión jurídica fue la que determinó el planteamiento de la parte actora, y tal situación jurídica procesal es la única valorable en atención a los principios de "perpetuatio iurisdictionis" y congruencia»*.

(253) Artículos 5 y 23 de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento.

(254) También dejaría fuera los supuestos de *universitas iuris*, donde la consideración como «patrimonio» unitario no viene por designación de las partes, sino del Derecho. No obstante, en tales supuestos (relativos a la herencia, fideicomiso de residuo, etc.) los tribunales (de modo erróneo o no) siguen hablando de subrogación real. Ver SSTS de 29 de noviembre de 2007 (RJ 2007/8453) (herencia), de 8 de octubre de 1990 (RJ 1990/7482) (comunidad postmatrimonial); o en la referida anteriormente de 3 de marzo de 2000 (RJ 2000/1501), donde se produce la subrogación de cosa por precio, ciertamente, pero en el contexto de un usufructo de disposición, con lo cual no queda claro si el principio que justifica la extensión del derecho sobre el precio es el de la subrogación real o el de la universalidad de bienes sometidos al usufructo.

del deudor o de otra persona en su nombre. En este sentido, tomemos el *pignus tabernae*, como la figura de Derecho romano que más se aproxima a nuestro objeto de estudio(255). La doctrina concluye que, en ese caso, la extensión de la garantía a las mercaderías no tiene lugar por medio de la subrogación real: la garantía se extiende por el hecho de que los bienes se encuentran situados en la taberna, presumiéndose su afectación a la actividad, sin necesidad de demostrar la relación de «filiación», «procedencia» o «causalidad» entre los bienes(256). La sustitución de los bienes sin la extinción o novación de la garantía, sin embargo, tiene su base en un fenómeno distinto: la denominación (subjetiva, por las partes) *sub specie universitatis*(257).

Por tanto, a la pregunta de si en la garantía rotativa o flotante tiene lugar la subrogación real responderíamos que no, porque esta última opera en otro tipo de situaciones, pero eso no responde a la pregunta original de si la garantía rotativa o flotante es eficaz o no en Derecho español(258). «Huérfano» de base teórica, sólo cabe examinar el supuesto planteado desde el plano de los patrimonios separados o de afectación(259). Es decir, si la rotatividad de la garantía no sólo opera como resultado de una relación de procedencia entre los bienes o derechos, sino como resultado de su pertenencia a un patrimonio «destinado», o «afectado» por las partes a un fin, será preciso comprobar (1) si el Derecho admite la separación

(255) En el *pignus tabernae* se extiende la garantía sobre la taberna (como centro de explotación) a los bienes situados en la misma en el momento de fallecer el deudor pignorante. VALLET DE GOYTISOLO, J., «Pignus Tabernae», *op. cit.*, p. 784.

(256) *Ibid*., p. 803 y ss. También insiste VALLET DE GOYTISOLO en la necesidad de disociar el fenómeno del *pignus tabernae* de la idea de «universalidad». *Ibid*., pp. 801-803.

(257) *Ibid*., pp. 803, 804. VALLET DE GOYTISOLO afirma, pues, que *«la expresión subrogación real se ha aplicado a fenómenos que ofrecen cierta semejanza en sus resultados, pero que en esencia y en su causa no deben confundirse»*, y distingue entre una primera figura, como es la «aparente subrogación», que no es tal, sino fruto de la determinación *«sub specie universitatem»*, una segunda figura que se refiere a la subrogación de una cosa enajenada por el valor satisfecho por ella, o de un valor por la cosa adquirida con él, que tiene lugar en las universalidades, y una tercera, como es la subrogación real en sentido restringido, que tiene lugar cuando se permuta una cosa por otra (incluyendo dentro de las «cosas» el crédito, dinero o indemnización). *Ibid*., pp. 804-810.

(258) Con todo, la consideración de la subrogación real no resulta del todo baladí, en la medida en que algunos principios pueden aplicarse por analogía. En primer lugar, el razonamiento de MARÍN PADILLA en relación con la clasificación entre subrogación real convencional y legal, concluyendo que la subrogación es siempre legal, en el sentido de que, incluso en los casos donde los particulares establecen la subrogación real expresamente, es necesario que el Derecho la autorice y permita. MARÍN PADILLA, M.L., «La formación del concepto de subrogación real», *op. cit.*, pp. 1197-1198. En segundo lugar, también a cargo de la misma autora, la conclusión de que, al no ser la subrogación real una institución jurídica autónoma, sino un principio que interviene en la institución jurídica (ej. régimen de gananciales, régimen hipotecario, etc.), adaptándose a ella y usando sus medios para ayudarle a conseguir sus fines (*ibid.,* p. 1191), estará prohibida a los particulares cuando sea contraria a las normas que regulan el derecho que se trata de conservar. *Ibid*., p. 1198. Si ambos razonamientos son aplicables a una noción restringida de subrogación real, donde existe un nexo de causalidad, filiación, procedencia entre los bienes, tanto más en un caso donde la sustitución opera por designación *sub specie universitatis*, como veremos.

(259) En relación con esta cuestión, ver por ejemplo PINO, A., *Il patrimonio separato*, Padova: CEDAM, 1950, 14 y ss. GARCÍA GARCÍA, J.M., «Teoría General del Patrimonio», en CABANILLAS SÁNCHEZ, A., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez-Picazo,* Vol. 1 (2002) p. 596 y ss. En clave más adaptada a las innovaciones patrimoniales del sector financiero, ver también TIRADO MARTÍ, I., «La Conceptualización de los Compartimentos en las SICAV», en *Estudios de Derecho Mercantil. En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés,* Madrid: Civitas, 2010, p. 1099 y ss. y, especialmente, p. 1104 y ss.

patrimonial de dicho conjunto de bienes de su patrimonio de origen[260]; y (2) si es posible afectar dicho patrimonio separado a la garantía.

Los ejemplos extranjeros sientan un precedente elocuente para nuestro Derecho. En los países anglosajones el fenómeno de la «afectación» o «destinación» se realiza a partir de la institución del *trust*; una figura con la que los países iuscivilistas no nos encontramos excesivamente cómodos. Con todo, en algunos países esta idea ha sido objeto de un proceso de sedimentación. Tal ha sido el caso de Alemania, con los patrimonios de afectación[261]. Sin embargo, por proximidad con nuestro Derecho resulta aún más interesante el fenómeno italiano. En el Derecho italiano el giro paulatino de política legislativa ha conducido al reconocimiento expreso de los *trust* extranjeros, a través de la ratificación del Convenio de La Haya[262]; y, después, a nivel interno, de los actos de destinación para patrimonios en el seno de la empresa[263]; o de la afectación de un patrimonio a la realización de fines dignos de tutela[264]. Estas disposiciones, de modo más o menos explícito, «normalizan» el fenómeno de la afectación patrimonial, y proporcionan el substrato para una teoría del patrimonio autónomo[265].

Este giro copernicano aún no se ha dado en nuestro país, donde el fenómeno de los patrimonios de afectación se reduce a disposiciones aisladas, bien dentro del Derecho matrimonial y de sucesiones, bien dentro de las instituciones de inversión colectiva[266]. Por tanto, en ausencia de una inserción en el núcleo de nuestra teoría de derechos reales, parece claro que la configuración de patrimonios separados o de afectación a un fin requiere habilitación legal expresa en nuestro Derecho.

---

(260) A la pregunta de si con la cuestión de la afectación patrimonial no se vuelve otra vez al problema de la fiducia, responderemos que no es así. Si bien en los países anglosajones la respuesta a ambos tipos de problemas puede venir dada a través de la figura del *trust*, la fiducia en España respondía al problema de la existencia de «dos titulares» de un mismo bien, mientras que la afectación o destinación responde al problema de un bien «sin titular». En un sentido similar, ARROYO AMAYUELAS, E., «Verso un Modello di Trust senza Propietari», *Rivista del Notariato* (2009) 4, p. 847 y ss.

(261) Ver, por ejemplo, las referencias en TIRADO MARTÍ, I., «La Conceptualización de los Compartimentos en las SICAV», *op. cit.*, pp. 1106-1107.

(262) *Convenio de La Haya de 1 de julio de 1985 sobre la Ley Aplicable al Trust y a su Reconocimiento.*

(263) Artículos 2447 *bis* – 2447 *decies* del Código civil italiano.

(264) Artículo 2645 *ter* del Codice civile italiano, que regula la inscripción registral de los actos de afectación (*destinazione*) para la realización de intereses dignos de tutela relativos a personas con discapacidad, administraciones públicas u otros entes o personas físicas. No obstante, a pesar de formularse como una norma registral, los autores consideran que se trata de una regla sustantiva. Ver BIANCA, Mirzia, «Acto negocial de destino y separación de patrimonios», en ARROYO AMAYUELAS, E. (dir.), *El Trust en el Derecho Civil,* Barcelona: Bosch, 2007, pp. 158-160. Sin embargo, no deja de ser cierto que la norma de inscripción registral en el registro de la propiedad (registro de bienes) no permite la inscripción registral de un patrimonio «flotante». Con todo, lo que se pretende ilustrar es que son la idea de afectación, y la resultante de «patrimonio autónomo», en sí mismas, las que han calado en el ordenamiento italiano.

(265) Sin perjuicio de que, en materia de garantías, el definitivo aterrizaje se haya ejecutado mediante el artificio de la «operación económica», como podría haber sido cualquier otro.

(266) Aun en el caso de los «compartimentos» contemplados por el artículo 3.2 de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva se afirma que no se trata de «patrimonios autónomos» o separados, sino masas patrimoniales titularidad de la sociedad de inversión, no de los inversores. Ver TIRADO MARTÍ, I., «La Conceptualización de los Compartimentos en las SICAV», *op. cit.,* p. 1114. No obstante, cabe preguntarse si la separación patrimonial únicamente puede predicarse cuando el derecho que recae sobre el conjunto patrimonial es el de propiedad, en lugar del de garantía.

C. La interpretación de las normas de garantías

Si en España no existen disposiciones generales (ni una teoría general) del patrimonio autónomo, ni tampoco disposiciones específicas sobre afectación patrimonial aplicables al supuesto que nos afecta, resta comprobar si de las propias disposiciones sobre garantías presentes en nuestro Derecho puede deducirse la posibilidad de afectación de un patrimonio a dichos fines de garantía.

a. La admisión expresa de la «rotatividad» y flotabilidad en normas especiales

Los supuestos donde expresamente se admite la «rotatividad» son dos: las garantías financieras (ley especial por razón del objeto)(267) y el régimen de la prenda en el Código civil catalán(268) (ley especial por razón del territorio y de las competencias). En el primer caso el artículo noveno del Real decreto Ley 5/2005, sobre acuerdos de garantía financiera, que traspone la directiva del mismo nombre lo establece de modo muy claro(269). No obstante, el artículo séptimo de la mencionada norma establece muy claramente la limitación de las disposiciones de la norma a aquellos supuestos donde el objeto de la garantía sea efectivo, valores negociables o instrumentos financieros(270).

En el caso del Código civil catalán el régimen establecido es mucho más general, permitiéndose la sustitución de todo o parte de los bienes pignorados «*si la prenda recae sobre bienes fungibles y se ha pactado expresamente*»(271). No obstante, el régimen jurídico mantiene el requisito de desplazamiento posesorio (a favor del acreedor o de una tercera persona)(272). Por otro lado, el mecanismo jurídico empleado es el de la «sustitución del bien», cuando estos son fungibles, y no el de la pignoración de un conjunto de bienes designados *sub specie universitatis*, lo que arrojan algunas dudas sobre la posibilidad de prenda flotante en su sentido más amplio. En todo caso, su carácter de norma especial por razón del territorio impediría, en principio, considerarla como base para la conformación de principios aplicables de modo supletorio a transacciones a las que la norma no resulte directamente aplicable(273).

---

(267) Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

(268) Artículo 569-17, en la Sección segunda del Capítulo IX, del Libro V de la Ley 5/2006, del Código civil de Cataluña.

(269) El artículo noveno del Real Decreto-ley 5/2005 (*Derechos de sustitución y disposición del objeto de las garantías pignoraticias*) establece, en sus apartado 1: *«Cuando el acuerdo de garantía pignoraticia lo prevea y en los términos que este establezca, el garante podrá ejercer, no más tarde de la fecha de cumplimiento de las obligaciones financieras principales cubiertas por el acuerdo de garantía, un derecho de sustitución del objeto de aquella, consistente en poder hacer uso del objeto de dicha garantía financiera, con la obligación de aportar un objeto de valor equivalente para que sustituya al inicial»*. El apartado 2 del mismo precepto permite la facultad de sustitución al beneficiario de la garantía.

(270) El artículo séptimo (*objeto de la garantía*) del Real Decreto-ley, no obstante, restringe la aplicación de los anteriores preceptos, al establecer: *«El objeto de la garantía financiera que se aporte debe consistir exclusivamente en: (a) Efectivo, entendiendo por tal el dinero abonado en cuenta en cualquier divisa. (b) Valores negociables y otros instrumentos financieros, según se definen en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en sus normas de desarrollo, y todo derecho directo o indirecto sobre aquellos»*.

(271) Artículo 569-17.1 del Código civil catalán.

(272) Artículo 569-13.1.a) del Código civil catalán.

(273) En contra, SALINAS ADELANTADO, C., *El Régimen Jurídico de la Prenda de Valores Negociables, op. cit.*, pp. 223-224, quien considera que lo que hay en el Código civil es *«una laguna, que, como no existen principios fundamentales en contra, podrá completarse analógicamente con reglas similares a las recogidas en la Ley Catalana»*.

b. La Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento

Moviéndonos de lo específico a lo general, existe cierta flexibilidad en las normas sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento. Hay disposiciones que recogen claramente el fenómeno de la subrogación real, como las relativas a la extensión de la garantía a la indemnización por pérdida(274), o a los frutos civiles(275). Éstas se corresponden con dos de los tres supuestos de extensión de la garantía a los proceeds en el artículo 9 del Uniform Commercial Code(276); pero es la posibilidad restante (extensión como consecuencia de actos dispositivos) la que consagra la «garantía flotante» como tal. La LHMPSD afirma que la hipoteca mobiliaria de establecimiento mercantil (A) comprende necesariamente el derecho de arrendamiento sobre el local(277); (B) comprende, salvo pacto en contrario, *el nombre comercial, rótulo del establecimiento, marcas distintivas y demás derechos de propiedad industrial e intelectual, y las máquinas, mobiliario, utensilios y demás instrumentos de producción y trabajo*(278); y (C) puede extenderse, si así se pacta, *a las mercaderías y materias primas destinadas a la explotación propia del establecimiento*(279). La prenda sin desplazamiento, por su parte, puede establecerse sobre frutos pendientes, cosechas esperadas, animales, máquinas y aperos (sólo en explotaciones agrícolas y forestales)(280), máquinas, mercaderías y materias primas(281), colecciones de objetos de valor artístico e histórico y créditos(282). Sin embargo, a pesar de esta aparente flexibilidad, hay varios argumentos contra la admisibilidad de una garantía «flotante» en sentido pleno.

(A) En primer lugar, la exigencia de *identificación* de los bienes afectos a la garantía en la escritura de hipoteca(283) o prenda(284). Es decir, en principio el objeto del derecho de garantía lo constituyen una serie de bienes *determinados*, y *no* una *universalidad* de bienes, como la empresa o entidades similares(285).

Consideramos, por el contrario, que los principios reflejados en el Derecho español son contrarios a la aceptación de la «rotatividad» o «flotabilidad» de la garantía más allá de un supuesto excepcional, y ello se refleja en una clara opción de política legislativa y una estructura normativa, criticable, quizás, pero coherente con esos principios.

(274) Artículo 5 de la Ley de 16 de diciembre de 1954, de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento. Este fenómeno también se da en la hipoteca. Artículo 1877 del Código civil español.

(275) En la hipoteca, además de a las indemnizaciones, se extiende la garantía a las accesiones naturales, mejoras, frutos y rentas, según el artículo 1877 del Código civil español.

(276) Serían los *«Proceeds subrogados como consecuencia de la alteración física o pérdida del bien en garantía»* y los «*Proceeds-accessión o extensión de la garantía a los frutos civiles (rentas y dividendos) del bien originariamente gravado»*. Ver TARABAL BOSCH, J., «El concepto de *proceeds* en el Artículo 9 UCC», *op. cit.*, pp. 17-19, 21-27.

(277) Artículo 20 de la LHMPSD.

(278) Artículo 21 de la LHMPSD, que establece dos requisitos para la extensión sobre os citados bienes: *«que sean de la propiedad del titular del establecimiento; que su precio de adquisición esté pagado, y que se hallen destinados de modo permanente a satisfacer las necesidades de la explotación mercantil o industrial»*.

(279) Artículo 22 de la LHMPSD, que exige que se cumplan los mismos requisitos que para el caso de los derechos de propiedad industrial/intelectual y la maquinaria.

(280) Artículo 52 de la LHMPSD.

(281) Artículo 53 de la LHMPSD.

(282) Artículo 54 de la LHMPSD.

(283) Artículo 13.2 de la LHMPSD.

(284) Artículo 57 de la LHMPSD.

(285) CARRASCO PERERA, A.; CORDERO LOBATO, E.; MARÍN LÓPEZ, M.J., *Tratado de los Derechos Reales de Garantía, op. cit.*, p. 766.

(B) En segundo lugar, al menos para el caso de la prenda, las *limitaciones* para el uso por el dueño de los bienes pignorados. A estos efectos, el dueño de los bienes pignorados *«tendrá la consideración de depositario»* y tendrá derecho a usar los bienes *«sin menoscabo de su valor»*(286). No se aclara si ello incluye la posibilidad de venderlos o sustituirlos; aunque la exigencia de que los bienes pignorados *«no se podrán trasladar del lugar en que se encuentren, según la escritura o póliza, sin consentimiento del acreedor»*(287), parecería arrojar una respuesta negativa, que se ve confirmada por el artículo que establece el derecho de adquisición preferente del acreedor «cuando el deudor, con consentimiento del acreedor» decidiere venderlos(288).

(C) En tercer lugar, el carácter *excepcional* de la normativa sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento(289); lo que, unido al sistema de publicidad registral y a la exigencia de identificación de los bienes, suponga que los principios de esta legislación no puedan extenderse a supuestos no expresamente regulados por ella.

(D) Como consecuencia del argumento primero, el mecanismo en virtud del cual opera la ley es el de la «extensión» de la garantía inicialmente establecida sobre unos bienes a otros, o la «subrogación» de estos últimos como objeto de dicha garantía. Asimismo, se atiende a una conexión *objetiva* entre bienes, sea de «procedencia» o «causalidad» (ej. indemnización o frutos) o de «localización» (ej. bienes que se encuentren en el establecimiento); sin dejar espacio a otro tipo de relaciones entre bienes dispuestas por las partes (ej. pertenencia a una determinada actividad económica). Es decir, al no existir una garantía sobre una universalidad, la sustitución se contempla como excepción, más que como regla, para los casos donde exista una conexión contemplada por la ley, al margen de la que establezcan las partes.

En algún supuesto aislado donde se pactó la sustitución del objeto de la garantía, fuera de los supuestos tipificados por la ley, los tribunales aceptaron que la prenda sin desplazamiento se extendiese sobre los bienes en sustitución, entendiendo que el formalismo de la interpretación contraria arrojaría un resultado injusto(290). Pero este caso se planteó entre el acreedor y el deudor, y no es posible aventurar si los tribunales serían igualmente flexibles de existir derechos de terceros en liza(291).

---

(286) Artículo 59 de la LHMPSD.

(287) Artículo 60 de la LHMPSD.

(288) Artículo 65 de la LHMPSD. Limitaciones todas ellas incompatibles con la «flotabilidad» en el sentido anglosajón del término; es decir, con un supuesto donde el acreedor carece de control sobre los bienes, que son utilizados, sustituidos, vendidos, comprados por el deudor en el curso de su actividad comercial. Ver *Re Yorkshire Woolcombers Association Ltd* [1903] 2 Ch. 284 en 295.

(289) Especialidad por razón del objeto. Ver artículos 12 y 52 y ss.

(290) Por ejemplo, en la sentencia de la Audiencia Provincial de Murcia, de 26 de enero de 1998 (AC 1998/190) las partes habían pactado una prenda sin desplazamiento donde se había pactado *«la posibilidad de que se vendan las mercancías pignoradas [cláusula 5.ª, d)] […] con la condición indispensable de que se sustituyan por otras de la misma calidad».*

(291) No se daría el caso si los terceros hubiesen adquirido algún tipo de derecho real sobre los bienes, en la medida en que la LHMPSD contempla un modelo de garantía única, excluyendo la hipoteca mobiliaria y la prenda sin desplazamiento cuando existan otras garantías sobre los mismos bienes. El problema se plantearía, más bien, en los supuestos de embargo (ejercitando el acreedor la tercería de mejor derecho) o concurso del deudor (donde alegaría el privilegio de su crédito).

c. El régimen de la prenda, y la posibilidad de combinar regímenes

Fuera de la prenda sin desplazamiento, y con carácter general, sólo cabe remitirse al régimen de la prenda. Si bien con anterioridad observamos la flexibilidad de los tribunales a la hora de adaptar los requisitos de la prenda a la garantía sobre créditos, en el caso donde el objeto de la garantía es un conjunto flotante de activos (incluyendo bienes muebles) volvemos a topar con el requisito del desplazamiento posesorio. Y aquí no es posible concluir que los tribunales sean igualmente laxos. Ante la ausencia de este requisito la jurisprudencia ha sido más estricta (declarando el negocio nulo(292)) o más permisiva (admitiendo la posible validez del acuerdo *inter partes*(293)), pero no han llegado a otorgarle efectos reales *erga omnes*.

Una duda adicional es la de si cabría plantear la posibilidad de una suerte de garantía flotante *sintética*. Esto es, ¿podrían combinarse los diferentes tipos de garantías de modo que el resultado del «paquete» fuese una garantía flotante? En principio, siempre que se respeten las reglas imperativas de cada norma, no parecería haber problema. Cabría, pues, establecer varias hipotecas mobiliarias sobre los diferentes establecimientos mercantiles del deudor, más una prenda sin desplazamiento sobre los créditos resultantes de la venta de los bienes. La duda, no obstante, seguiría planteándose sobre si el Derecho español permite la transferencia de activos de una garantía a otra, como si fuesen vasos comunicantes; o bien contempla las garantías como compartimentos estancos no susceptibles de manipulación contractual. Es decir, entendemos que la «garantía flotante sintética» no supondría

---

(292) STS de 21 de marzo de 2006 (RJ 2006/1589) donde la ausencia de inscripción registral de la prenda sin desplazamiento no conlleva la recaracterización de la garantía como prenda ordinaria, sino la nulidad de la misma, al faltar el requisito del desplazamiento posesorio.

(293) Ver la sentencia del Tribunal Supremo de 21 de julio de 2006 (RJ 2006/5139) con un lenguaje algo equívoco, que, si bien parece sugerir al principio la admisibilidad de modalidades de garantía pignoraticia sin desplazamiento posesorio acaba por concluir que dicha admisibilidad lo sería a los efectos de su validez *inter partes*, y no *erga omnes*. El fragmento de la sentencia dice así: *«La entrega de la cosa es, pues, necesaria, no sólo para el nacimiento del derecho real de garantía, sino, a la vista del artículo 1863 del Código Civil, respetuoso con la tradición romana, para la perfección del propio contrato que lo origina y que dicho texto legal tipifica. […] Sin embargo, la naturaleza real del contrato de prenda previsto en el Código Civil no significa que no sean válidas modalidades contractuales pignoraticias no posesorias, ya porque el propósito que llevó al legislador al tipificarlas fue precisamente mantener la cosa gravada en poder del deudor (artículo 1 de la Ley de 16 de diciembre de 1954, que derogó los artículos 1863 bis a 1873 bis del Código Civil), ya porque, como consecuencia de la desincorporación cartular del valor mobiliario y su representación meramente contable, la entrega se haya sustituido en algún caso por una inscripción (artículo 10 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores), ya porque estén expresamente admitidas formas negociales precontractuales de prenda o promesa de constituirla en el futuro, como fuentes sólo de acción personal entre los contratantes (artículo 1.862 del Código Civil), ya porque sean tolerables contratos que cumplan funciones iguales a la prenda y tengan por objeto bienes incorporales, no susceptibles de posesión (sentencias de 25 de junio de 2001 [RJ 2001, 5080] y 26 de septiembre de 2002 [RJ 2002, 7873]), ya porque el reconocimiento de la potencialidad normativa creadora de los particulares (artículo 1255 del Código Civil: sentencia de 26 de septiembre de 2002) y el respeto a lo pactado (pacta sunt servanda) excluyen considerar, al margen de cuales sean las calificaciones procedentes, que no quede obligado quien, de acuerdo con el acreedor en constituir la prenda, se compromete a cumplir las formalidades posteriores que, unidas al consentimiento, sean necesarias para el nacimiento del derecho real de garantía y realización de valor en que consiste: entre ellas, la entrega de la cosa que se quiere pignorar. Precisamente el artículo 57.2 del Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas reconoce efectos, aunque meramente obligatorios, al contrato de prenda de acciones cuyo objeto lo constituyan títulos representativos de las mismas todavía no entregados, al disponer que, cuando no consten impresos, el acreedor pignoraticio tendrá derecho, como consecuencia del contrato, a obtener de la sociedad una certificación de la inscripción de su derecho en el libro registro de acciones nominativas».*

nunca una solución global y plenamente satisfactoria, en la medida en que no despeja las dudas ni resuelve los problemas, pues sigue planteando una garantía oculta y potencialmente global en un ordenamiento que no mira con buenos ojos ni a una ni a la otra. Todo ello resulta claramente disuasorio para el empleo de la figura.

d. «Rotatividad» y evolución

Dicho esto, la regla general contraria a admisibilidad de la figura ¿es una regla absoluta? Claramente, no. La trasposición de la Directiva de Acuerdos de Garantía Financiera permite la «rotatividad» cuando el objeto lo constituye un conjunto de valores o dinero(294). Pero la trasposición de esta norma no debe oscurecer el hecho de que, en la práctica transaccional en España ya se venía dando la constitución de prenda sobre carteras de valores dinámicas(295).

Ello nos debe conducir a una última reflexión sobre la «rotatividad» o «flotabilidad» de la garantía. La admisibilidad, como excepción, de la modificación de la cosa objeto de la garantía se subordina no sólo al elemento «subjetivo» de la autonomía de la voluntad de las partes (que deciden designar el objeto), sino a la presencia de determinados elementos «objetivos». En el caso de la subrogación real, es la relación de «procedencia»; en la extensión de la hipoteca de establecimiento mercantil, es la «situación» de los bienes; en el caso de la cartera de valores, es la fungibilidad objetiva(296) de éstos, de tal modo que, no sólo para las partes, sino para el tráfico jurídico y económico lo relevante no son los valores individuales, sino el valor que representan. De todas las relaciones objetivas, la de fungibilidad parece más flexible, en la medida en que, aun fuera de habilitación legal expresa(297), ha permitido la sustitución de la cosa(298). Por el contrario, impone restricciones fácticas, en el sentido de que no existirá fungibilidad objetiva cuando, para el propio tráfico, los bienes no sean claramente fungibles. Y, entendemos, no lo serán salvo que tengan la misma naturaleza (valores) pero tampoco en ausencia de mecanismos técnicos que permiten su localización, trazabilidad, circunscripción y control, incluso publicidad (la cuenta de valores del banco, o las anotaciones en cuenta del registro de Iberclear). Por tanto, el sistema español mantiene un principio contrario a la «rotatividad» o «flotabilidad» de la garantía, que sólo resultará admisible cuando, más allá de la designación de las partes, existan claros elementos objetivos, con carta de naturaleza legal o consagrados en la práctica o costumbre negocial, que, a su vez, respeten los principios del Derecho de garantías.

---

(294) Artículos séptimo (*Objeto de la garantía*) y noveno (*Facultad de disposición*) del RD-ley 5/2005.

(295) Ver SSAP de Murcia de 19 de septiembre de 2003 (JUR 2003/251024) y de 12 de abril de 2005 (JUR 2005/134560). Ver también GARCÍA VICENTE, J.R., *La Prenda de Créditos, op. cit.*, p. 100.

(296) TARABAL BOSCH, J., *La garanzia mobiliare. L'espansione del suo oggetto, op. cit.*, p. 88 y ss.

(297) No obstante, el artículo 569-17 (1) del Código civil de Cataluña toma la fungibilidad como base para admitir la sustitución del bien objeto de la prenda.

(298) En este sentido, SALINAS ADELANTADO, C., *El Régimen Jurídico de la Prenda de Valores Negociables, op. cit.*, pp. 239-242, entiende que el artículo 22 de la LHMPSD (extensión de la hipoteca de establecimiento mercantil a las mercaderías) constituye una base para aceptar la garantía flotante sobre carteras de valores. Aun cuando entendemos que cabía en nuestro Derecho la prenda de carteras de valores aun antes del RD 5/2005, no creemos que ésta y el supuesto del artículo 22 LHMPSD constituyan manifestaciones del mismo fenómeno, puesto que el elemento «objetivo» que liga a las cosas entre sí es distinto. Sí lo sería si el sistema español fuese enteramente «subjetivista», prescindiese enteramente de elementos objetivos, y dependiese exclusivamente de la designación del objeto por las partes.

3. El conflicto subyacente y sus problemas de ejecución, gestión y agencia

La conclusión del apartado anterior es que el Derecho español, en su estado actual, no admite, en general, la denominada «garantía flotante», lo que, a su vez, limita seriamente las posibilidades de la «titulización de negocio» como mecanismo de financiación. No obstante, es crucial ser humilde en esta rama del Derecho. En ausencia de disposiciones legales expresas, se trata de cuestiones de matiz, en una rama del Derecho sujeta no sólo al vaivén de la jurisprudencia, sino de la tecnología(299), de ahí que tenga sentido plantearse qué ocurriría si las garantías flotantes se admitiesen con carácter general.

Y la respuesta es que los problemas planteados anteriormente seguirán existiendo, algunos como problemas de validez o eficacia jurídica, y otros reformulados como problemas de eficacia práctica. Tomemos, para empezar, la cuestión de fondo de la naturaleza oculta de la garantía. Ello plantea la pregunta de cuándo y en qué medida adquiere la garantía eficacia real frente a terceros. (A) Por un lado, la interpretación de cierta jurisprudencia indicaría que la garantía no sería efectiva respecto de los activos o créditos que, en el momento de firmar el acuerdo, fuesen futuros(300). No obstante, la admisión de la garantía flotante requeriría la modificación de esta jurisprudencia, de modo que hay que partir de esa base.

Hecha esta precisión, (B) otra posibilidad sería decir que la eficacia real se retrotrae al momento de firma del acuerdo, o al de inscripción registral de la garantía(301) (caso de la hipoteca mobiliaria o prenda sin desplazamiento). No obstante, esta solución funciona cuando el modelo pactado por las partes implica la generación de créditos por el deudor, que pasan a ser cobrados por el acreedor, el cual se apropia de los fondos. No así cuando dichos créditos, y el efectivo que generan, se reutiliza para adquirir otros activos y así sucesivamente. Es decir, no cabe decir que la garantía es *plenamente* efectiva en el momento de suscripción del acuerdo o de inscripción registral, en la medida en que el deudor puede enajenar o gravar libremente los bienes. Para solucionar este problema el Derecho inglés emplea la noción de «cristalización»(302). Es decir, el deudor es libre de realizar transacciones sobre los bienes hasta un momento determinado, en el cual el acreedor interviene (generalmente como resultado del impago o el deterioro financiero del deudor), y la garantía «cristaliza», retrotrayendo sus efectos al momento de la suscripción(303).

El sistema, de este modo, tiene sentido, pero la pregunta es si estas elaboradas distinciones entre validez, eficacia y cristalización se pueden extraer de una legislación cuyas disposiciones no contemplan, ni remotamente, estos problemas, y en un sistema, como el

---

(299) Como indicamos más arriba, la fungibilidad objetiva se trata de una cuestión sujeta en buena medida al avance de los mecanismos técnicos de control y trazabilidad de los activos, que, a su vez, responden a las necesidades del tráfico económico.

(300) Ver STS de 27 de junio de 2003 (RJ 2003/4313).

(301) Extrapolando las conclusiones de algunos autores en materia de cesión de créditos futuros. Ver GARCÍA VICENTE, J.R., *La Prenda de Créditos, op. cit.*, pp. 179-181.

(302) *Re Crompton & Co Ltd* [1914] 1 Ch 954*; N.W. Robbie & Co. Ltd v Witney Warehouse Ltd* [1963] 3 All ER 613; *Leichardt Emporium Pty Ltd v AGC (Household Finance) Ltd* [1979] 1 N.S.W.L.R.

(303) GOODE, R., *Goode on Legal Problems of Credit and Security, op. cit.*, § 4-06 – 4-07, pp. 129-131.

español, donde los tribunales no pueden recurrir al *common law*, ni a la equidad, como fuente del Derecho, como sí pueden hacerlo los anglosajones(304).

Naturalmente, el conflicto con los derechos de terceros no se frena por el hecho de establecer reglas en materia de cristalización, pues sigue abierta la cuestión del abuso por parte del acreedor del mecanismo de la garantía flotante, en un modo similar al que ya contemplábamos para el caso de la cesión de créditos futuros. A este punto resultan aplicables las consideraciones expresadas anteriormente para los créditos futuros, y es necesario reiterar que los límites basados en el abuso del Derecho resultan siempre genéricos e inciertos. Por ello, países como Inglaterra, que admiten la *floating charge*, han establecido disposiciones expresas que subordinan el derecho del titular de la garantía al de acreedores con privilegio general, como los trabajadores(305), los cuales resultarían pospuestos si la garantía flotante se comportara, en puridad, como una verdadera garantía.

Es decir, se entiende que la idiosincrasia de la garantía flotante la hace más propensa a abusos, y debe comportar mayores límites, lo que, a su vez, conduce a problemas de caracterización de la garantía como fija o flotante(306). Asimismo, aun en ausencia de límites normativos, seguirían existiendo dudas acerca de la justicia de una solución que otorgue preferencia al crédito del titular de la garantía flotante sobre el crédito otorgado por un tercero *para la adquisición específica* de determinados activos, y con *garantía específica* sobre dichos activos. En Derecho estadounidense, aun cuando las reglas generales otorga-

---

(304) No podemos olvidar que las reglas y principios en materia de cesión de créditos y garantías no posesorias han sido elaboradas, en su mayoría, por la «jurisdicción en equidad», nacida de la adopción de funciones jurisdiccionales cada vez mayores por la figura del Canciller en la Edad Media, e institucionalizada a través de la *Chancery Court* con posterioridad, cuya función era la de proporcionar soluciones justas en aquellos casos donde el Derecho ordinario (*common law*) resultase excesivamente rígido, de ahí que, en su origen, no aplicase el Derecho, sino la equidad (*equity*). Ver MAITLAND, F.W., *Equity. A Course of Lectures.* Revised by John Brunyate, M.A. Cambridge: University Press, 1936, reprinted 1969, pp. 2-5; HOLDSWORTH, W., *A History of English Law, op. cit.,* Volume I, pp. 395-401. En referencia a la influencia de la *equity jurisdiction* en materia de derechos reales, ver GOODE, R., *Goode on Legal Problems of Credit and security, op. cit.*, § 2-11, 3-16, 4-02, pp. 71-72, 105, 124.

(305) Sections 40 y 175 de la Insolvency Act 1986. Asimismo, la sección 176A, formulada por la Enterprise Act 2002, extrae una serie de porcentajes de los activos sujetos a una *floating charge* para los acreedores ordinarios (50% de las primeras 10.000 libras y 20% de los restantes, con un tope de 600.000).

(306) La subordinación de la *floating charge* a otros créditos privilegiados (por oposición a la *fixed charge*) condujo a una intensa controversia en Inglaterra sobre la caracterización de las garantías sobre créditos y otros bienes que «mutan» o pierden su naturaleza. La inicial admisión de una garantía fija (*fixed charge*) sobre créditos en *Siebe Gorman & Co. Ltd v Barclays Bank Ltd* [1979] 2 Lloyd's Rep. 142 condujo a la huida de todas las garantías mobiliarias al modelo de la *fixed charge*, algo que fue aceptado inicialmente sobre la base de la jurisprudencia *Holroyd v Marshall* (1862) 10 H.L. Cas. 191 y *Cimex Tissues Ltd* [1995] 1 B.C.L.C. 409 (ver, también, *Re New Bullas Trading* [1994] 1 B.C.L.C). Con posterioridad, sin embargo, se planteó por los tribunales la necesidad de aplicar a la caracterización un análisis que tuviese en cuenta no sólo los términos empleado por las partes, sino la estructura de los derechos establecida en el acuerdo de garantía. Este proceso se cerró con la jurisprudencia *Re Spectrum Plus* [2005] UKHL 41; [2005] 2 A.C. 680, donde elementos como el control del deudor/acreedor sobre las cuentas bancarias donde el efectivo procedente de los créditos era depositado jugaron un papel más importante que la denominación empleada por las partes. Ver WORTHINGTON, S., «An "Unsatisfactory Area of the Law" – Fixed and Floating Charges Yet Again», *International Corporate Rescue – Special Issue Fixed and Floating Charges Landmark Articles,* pp. 1-10. La Profesora WORTHINGTON fue una firme defensora de la necesidad de un test que tomara en consideración elementos como el control sobre los fondos depositados una vez cobrados los créditos (esto es, de sustancia) por encima de otros como la caracterización otorgada por las partes. Sus argumentos fueron recogidos en parte por la House of Lords en *Re Spectrum.* Ver también GOODE, R., *Goode on Legal Problems of Credit and Security, op. cit.*, § 4-14 – 4-17, pp. 137-142, para una clara e iluminadora síntesis de la evolución jurisprudencial.

rían preferencia al acreedor «flotante», se introduce una excepción bajo la denominación *Purchase Money Security Interest* (PMSI) para evitar que una garantía flotante tenga el efecto perverso de que el deudor no pueda acceder a más fuentes de crédito justo cuando más lo necesita(307).

Por último, aun establecida la eficacia real desde el punto de vista *legal*, cabe plantearse cuál sería la eficacia real *efectiva* de la garantía (y los problemas de «gobierno» que ocasiona). En este sentido, no es casualidad que la admisión de la garantía flotante se haya circunscrito a los *pools* de activos financieros(308), que no dejan de ser conjuntos relativamente circunscritos y homogéneos, donde la contabilidad del banco proporciona una cierta trazabilidad y control.

Si la técnica se extrapola a cualquier caso, y el único límite es la imaginación de las partes, la pregunta que surge instantáneamente es cómo puede el acreedor controlar los bienes afectos a la garantía, y su realización una vez la misma haya «cristalizado». Recordemos los problemas de agencia que se planteaban en un supuesto de simple cesión de créditos donde la función de *«servicing»* seguía en manos del originador.

Pensemos ahora en un supuesto mucho más complejo, donde el deudor (o su administración concursal) no sólo debe decidir si y cuántos recursos dedica al cobro de los créditos cedidos. Ahora debe decidir también cuántos recursos dedica a gestionar los activos sujetos a la garantía flotante, y a generar más activos sujetos a dicha garantía. Parece que, en un gran número de casos, existe un fuerte incentivo a descuidar esta actividad, reasignando recursos a otras que resulten más beneficiosas para los demás acreedores, sin que existan mecanismos legales aparentes en nuestro Derecho que sirvan de freno(309). Es decir, admitida la eficacia real sobre créditos y otros activos futuros y/o rotantes, los que surjan de modo automático pasarían a ser propiedad del cesionario o a integrar el objeto de

---

(307) Sección § 9-324 del *Uniform Commercial Code* estadounidense. Ver RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit.,* § 2.47, pp. 51-52. En Derecho inglés la cuestión no ha sido contemplada expresamente por las normas legislativas, y el debate jurisprudencial se ha centrado exclusivamente en una cuestión técnica, como la existencia, o no, de un momento temporal (*scintilla temporis*) durante el cual el deudor adquiera el bien sin estar sujeto a la primera garantía (flotante o sobre bienes futuros) de modo que la segunda garantía pueda establecerse sobre el bien, otorgando preferencia al acreedor de la *purchase money security interest*, concluyendo generalmente en sentido negativo. Ver *Re Connolly Bros Ltd (n.º 2)* [1912] 2 Ch. 25; *Security Trust Co v The Royal Bank of Canada* [1976] A.C. 503. Esta postura ha sido criticada por los autores, que entienden que la ficción técnica de la *scintilla temporis* obvia cuestiones más importantes de justicia material, como el hecho de que la garantía inicial no debería otorgar al acreedor el monopolio sobre las fuentes de financiación del deudor. Ver GOODE, R., *Goode on Legal Problems of Credit and security, op. cit.*, § 5-62 – 5-63, pp. 213-217.

(308) Así ha sido, por ejemplo, en el caso de la Directiva 2002/47/CE sobre Acuerdos de Garantía Financiera. En el caso de Italia, los ejemplos también se refieren a este tipo de supuestos. Ver GABRIELLI, E., *Il Pegno, op. cit.*, pp. 223 y ss.

(309) Una posibilidad consistiría en afirmar que en la cesión de créditos futuros se aplican, subsidiariamente, las reglas de la compraventa de cosa futura de tipo *emptio rei speratae*; la cual, según la doctrina, implica para el vendedor dos obligaciones adicionales: una, de no hacer nada que pueda evitar que surjan los créditos; dos, de hacer lo posible para que dichos créditos surjan. Ver DÍEZ PICAZO, L.; GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil,* Volumen II (2001), p. 261. No obstante, la exigibilidad de dichas obligaciones a la administración concursal resulta discutible; en la medida en que, iniciado el concurso, las relaciones se someten a un régimen específico. Asimismo, es imposible que todos los acreedores puedan exigir el cumplimiento de sus obligaciones en el modo pactado, en la medida en que la administración concursal debe adoptar decisiones sobre ubicación de recursos escasos.

la garantía(310). El resto, los que requieran una gestión activa (lo que puede ser la mayoría), necesitarían de mecanismos adicionales de protección para poder hablar de un auténtico efecto real.

Como mecanismos de control la LHMPSD sólo contempla para la hipoteca de establecimiento mercantil el derecho del acreedor a inspeccionar el *giro y tráfico* del establecimiento, pero *sin estorbar su normal desenvolvimiento*(311). Es decir, la norma reconoce el conflicto entre el interés del acreedor garantizado, y el interés no sólo del deudor, sino de sus demás acreedores. En este conflicto la solución parece inclinarse del lado del deudor. Ahora bien, ¿cambiaría el equilibrio si ha tenido lugar un acto de «cristalización»? ¿Qué tipo de actuaciones se admitirían?

En Derecho inglés el problema se solucionaba mediante el régimen de *receivership*, en virtud del cual se permitía al titular de una *floating charge* nombrar a un *receiver* que continuaría operando la actividad para dejarla en un buen estado, antes de transferir los activos a una nueva sociedad, de modo que puedan ser vendidos a un comprador(312). Asimismo, el titular de la *floating charge* podía bloquear el nombramiento de un *administrator*, cuya prioridad es la de reflotar la sociedad(313). No obstante, con posterioridad el legislador entendió que esta situación conducía a abusos, y las posteriores reformas eliminaron la posibilidad de nombramiento de un *receiver* por el titular de la *floating charge*(314), el cual sí podrá nombrar un *administrator*(315). Es decir, mientras que en un primer momento se otorgaba el control al acreedor, planteándose un problema de agencia donde éste era el agente y los restantes acreedores los principales, en la actualidad la situación es casi la inversa, como resultado de un giro de política legislativa que trata de fomentar el reflote de la sociedad, más que su liquidación.

La anterior explicación trata de poner de manifiesto que el análisis de la admisibilidad de la garantía flotante no es un mero ejercicio académico, reconducible al estudio de las reglas del Derecho patrimonial. Plantea cuestiones muy complejas de política legislativa, necesita disposiciones de acompañamiento en materia de control y distribución de poderes, y es terreno abonado para posibles abusos, lo que requiere reglas de «gobierno». Todas estas son cuestiones que deben ser tenidas en cuenta por los tribunales y el legislador. Es decir, aun cuando la garantía flotante resulte una criatura interesante para invitarla a nuestra casa, tiende por desgracia a rodearse de compañías problemáticas, para las que es preciso articular controles.

---

(310) En el mismo sentido, ORTÍ VALLEJO, A., «Cesión de créditos futuros y *factoring*», *op. cit.*, p. 36. En el Derecho inglés, ver *Peer International Corp. v Termidor Music Publishers Ltd* [2002] EWHC 2675.

(311) El artículo 22 par. 3 de la LHMPSD establece: *«El acreedor tendrá derecho a inspeccionar el giro y tráfico del establecimiento, en la forma y plazo estipulados, sin estorbar, en ningún caso, su normal desenvolvimiento».*

(312) *Evans v Rival Granite Quarries Ltd* [1910] 2 K.B. 979.

(313) Par. 3 (1) (a) Schedule B1 de la Insolvency Act 1986.

(314) Section 72A de la Insolvency Act 1986, añadida por la Enterprise Act de 2002. La posibilidad queda únicamente abierta para el titular de una *floating charge* constituida con anterioridad a 2003, o para aquél cuya *floating charge* caiga dentro de las excepciones contempladas en las Sections 72B-72GA de la Insolvency Act 1986. Las excepciones se prevén para el caso de transacciones en el mercado de capitales, *partnerships* público-privadas, empresas de tipo *utilities*, proyectos de regeneración urbana, *project finance*, transacciones en el mercado financiero (específicamente circunscritas), arrendadores sociales debidamente autorizados, o compañías de ferrocarriles protegidas.

(315) Pars. 14 y ss. del Schedule B1 de la Insolvency Act 1986.

V. TITULIZACIONES SINTÉTICAS, CLÁUSULAS DE CAMBIO DE PREFERENCIA Y OTROS PROBLEMAS

1. El incierto panorama de la titulización sintética

La titulización de efectivo o de flujo de caja ha sido introducida en los países civilistas a través de normativa específica(316), y ello a pesar de que su mecanismo subyacente (la cesión de créditos) es ampliamente conocido y aceptado en tales ordenamientos. Por ello, la admisibilidad de la titulización sintética, mediante el uso de contratos de derivados, es una cuestión controvertida(317). ¿Necesita un sujeto autorización para suscribir un contrato de derivados? ¿En todos los casos? ¿Debe tratarse de un sujeto regulado y sometido a licencia? Una respuesta inadecuada a estas cuestiones puede suponer la nulidad absoluta de una transacción de gran volumen, de ahí su importancia.

Algunos países se plantearon la titulización en su versión tradicional de flujo de caja, de modo que la legislación adoptada tenía este modelo en mente. Tal es el caso de Italia, cuya ley de *cartolarizzazione* regula expresamente las operaciones de titulización mediante cesión de créditos(318). Ello responde a la pregunta de si la norma específica regula la titulización sintética (negativo), pero deja en el aire si es posible la titulización sintética *fuera* de dicha normativa. En principio, y debido a las limitaciones en materia de derivados(319) nos inclinaríamos por una respuesta negativa.

En el otro extremo se encuentran países como Francia, que han decidido acoger expresamente la versión sintética entre sus disposiciones en materia de titulización(320). La norma francesa lo permite siempre y cuando se remita un «programa de actividades» al organismo supervisor(321), y con la exigencia de que la pérdida neta máxima del organismo, resultante del conjunto de contratos financieros concluidos, evaluada en cualquier momento, nunca pueda ser superior al valor del activo(322).

El problema de esta legislación es que se regulan conjuntamente dos figuras que, si bien coinciden en su efecto económico, difieren en cuanto a la técnica jurídica, lo que dificulta sobremanera la determinación de las normas de aplicación supletoria. Ahora bien, el problema de la norma francesa no es nada comparado con el de la española. En España la legislación sobre titulización se redactó pensando en el modelo «clásico», de efectivo/flujo de caja, que utiliza la cesión como medio(323). Sin embargo, en la Ley 62/2003, de 30

---

(316) *Supra,* II.3.

(317) RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit.*, § 7.53, pp. 288 y ss.

(318) El artículo 1 (1) de la Ley 130/1999 afirma que: *«La presente legge si applica alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari…».*

(319) Artículo 1.1 de la Ley 130/1999.

(320) Artículo 18.1, en relación con el artículo 1.2.h), 3, 5 y 5 bis del Texto Único de la Finanza.

(321) Artículos L214-49-1 par. 2 (sociedades de titulización) y L214-49-7 para 2 (fondos de titulización) del Código Monetario y Financiero (parte legislativa). Ver también RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization, op. cit.*, § 7.56, p. 289.

(322) Artículo R214-99 par. 2 del Código Monetario y Financiero (parte reglamentaria). Ver también RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitization. op. cit.*, § 7.57-7.60, pp. 289-290.

(323) Así se puede comprobar en el artículo Quinto.1 de la Ley 19/1992, que habla de los fondos de titulización hipotecaria como «agrupaciones de participaciones hipotecarias» y *«patrimonios separados y cerrados […] integra-*

de diciembre de medidas fiscales, administrativas, y del orden social, junto a otra batería de medidas, se adoptó un artículo 97 del siguiente tenor:

> ***Artículo 97.*** *Titulización sintética de préstamos y otros derechos de crédito.*
>
> *Uno. Los Fondos de Titulización de Activos podrán titulizar de forma sintética préstamos y otros derechos de crédito, asumiendo total o parcialmente el riesgo de crédito de los mismos mediante la contratación con uno o más terceros de derivados crediticios.*
>
> *El activo de los Fondos de Titulización de Activos que efectúen operaciones de titulización sintética podrá estar integrado por depósitos en entidades de crédito y valores de renta fija negociados en mercados secundarios oficiales, incluidos los adquiridos mediante operaciones de cesión temporal de activos.*
>
> *Dichos depósitos y valores podrán ser cedidos, pignorados o gravados en cualquier forma en garantía de las obligaciones asumidas por el Fondo frente a sus acreedores, en particular frente a las contrapartes de los derivados crediticios y cesiones temporales de activos.*
>
> *Dos. La contraparte del contrato de derivado crediticio deberá ser una entidad de crédito, una empresa de servicios de inversión o una entidad no residente autorizada para llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades.*
>
> *Tres. Las operaciones de titulización sintética se regirán por lo dispuesto en el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Titulización con las adaptaciones que sean necesarias. A estos efectos, las referencias en dicho Real Decreto a cesiones de créditos, cedentes y activos cedidos o incorporados al Fondo se entenderán hechas, respectivamente, a los contratos de derivados crediticios, las contrapartes de dichos contratos y los derechos de crédito de referencia cuyo riesgo se transmita al Fondo en virtud de los mismos.*
>
> *Cuatro. Se autoriza al Gobierno para desarrollar reglamentariamente lo dispuesto en este artículo.*

Por si quedaba alguna duda, aclararemos que ningún Gobierno hizo uso de la habilitación normativa concedida por el apartado «Cuarto» de la disposición, lo cual deja, en un panorama complejo como la titulización sintética, una autorización clara, un desarrollo inexistente y no pocas dudas en cuanto a la regulación supletoria de la materia.

La disposición es clara en cuanto a la autorización de la titulización sintética. La referencia a un término «comercial» y no legal es, en ocasiones, criticable desde el punto de vista de técnica legislativa, pero probablemente inevitable en este caso, y, en todo caso,

---

dos, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupen» (lo que implica que tales participaciones deben salir del patrimonio de la entidad que tituliza, al contrario que en la titulización sintética); reiterado en el artículo 1.1 del RD 926/1998, que también habla, en su artículo 2.1, de la incorporación al fondo de *«Derechos de crédito que figuren en el activo del cedente»*, y en el 2.2 de que *«Las cesiones de créditos a un fondo de titulización de activos deberán, igualmente, cumplir los siguientes requisitos»*.

subsanable mediante el recurso a las circulares del Banco de España(324). Más allá de las definiciones, la norma española es coherente con la operativa de la titulización sintética, al hacer referencia (1) a la cesión del riesgo mediante contratos de derivados crediticios y (2) a la posible composición del activo del fondo mediante depósitos y valores de renta fija negociados en mercados secundarios oficiales. Así se resalta la característica principal de la titulización sintética, como es la disociación entre los activos cuyo riesgo se transfiere, y los activos (del vehículo) utilizados para cubrir dicho riesgo. Aparte, la norma exige que la contraparte del derivado sea un intermediario financiero, lo que concuerda con la práctica habitual de este tipo de transacción(325).

Tratándose de una disposición «habilitante» la norma no dice mucho más, pero sí efectúa una genérica remisión a la normativa general de titulización. Y este aspecto es el que resulta más problemático. Ambos tipos de transacciones, insistimos, tienen un mismo propósito financiero, pero, desde el punto de vista jurídico, su operativa es muy distinta. Lo único que hace la norma para acomodar la titulización sintética en el RD 926/1998 es especificar que las referencias del real decreto a la cesión de crédito, cedente y activos del fondo se entenderán hechas a los contratos de derivados, contrapartes y derechos de crédito de referencia (lo que serían las *Reference Obligations* en terminología anglosajona). Es decir, la regulación se centra en los activos cuyo riesgo se cubre, y no en los activos utilizados para cubrirlo. No obstante, más allá de ello la norma establece que el real decreto se aplicará *con las adaptaciones que sean necesarias*, lo cual difícilmente puede resultar tranquilizador.

En algunos aspectos las dificultades no resultan difíciles de subsanar. Por ejemplo, el hecho de que los derechos de crédito de referencia puedan variar en el tiempo no supone un problema excesivo, en la medida en que nuestro Derecho es más flexible cuando lo que fluctúa es la obligación garantizada que cuando lo hace el objeto de la garantía(326). Tampoco supone un problema interpretativo la exigencia de homogeneidad en los activos del fondo, que se entenderá referida a los derechos de crédito de referencia, y no a los que compongan el activo del fondo.

---

(324) Circular 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos; circular 12/2008, de 30 de diciembre, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables. Estas circulares recogen los criterios internacionalmente consensuados del marco de Basilea sobre supervisión bancaria [ver Basel Committee on Banking Supervision (BIS) *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework* (Updated November 2005) plasmados, a su vez, en la Directiva 2006/48/CE sobre actividad bancaria (conocida como la Directiva sobre requisitos de capital). El marco de Basilea recoge una definición de titulización sintética (ver BIS *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards cit* par. 540) análoga a la de la norma española (y a la de la Directiva europea: ver Artículo 4 (*Definiciones*) de la Directiva 2006/48/CE; Norma quincuagésima tercera (*Definiciones*) n.º 22 de la Circular 3/2008]. Entender que titulización sintética es aquello que el supervisor bancario considera como tal, de acuerdo con las normas bancarias, parece lo más sensato en un contexto incierto.

(325) Más allá de estas consideraciones, cabría plantearse si la norma resulta algo restrictiva, pero es coherente con su función: admitir expresamente una práctica que ya se venía realizando por entidades españolas, si bien «localizada» en el extranjero, y, de paso, traerla dentro de nuestras fronteras. Asimismo, la experiencia reciente ha demostrado que la innovación financiera en este campo es una cuestión que debe tratarse con cierta cautela.

(326) En materia de fluctuación de la obligación garantizada, se admite la hipoteca flotante o la hipoteca de máximo. Ver nuevo artículo 153 *bis* de la Ley Hipotecaria, de 8 de febrero de 1946, introducido por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, de reforma del mercado hipotecario (también el artículo 153, anterior a la reforma, que permite la hipoteca en garantía de cuenta corriente).

Otras cuestiones resultan más problemáticas: (A) En primer lugar, la exigencia de que la cesión al fondo sea *«plena e incondicionada»* resulta más o menos clara en el contexto de un contrato de cesión. En el caso de contratos de derivados podría, sin embargo, plantearse el problema de cuál sería el «equivalente funcional» en la realidad «virtual» sintética de una cesión plena e incondicionada. (B) En segundo lugar, las estrictas normas sobre composición del activo contempladas en el real decreto sólo son aplicables a las obligaciones garantizadas (o «derechos de crédito de referencia», como se quiera) pero no al activo real del fondo de titulización. Para éste el único «límite» que se plantea es la referencia del artículo 97 antes referido a que el activo *«podrá estar integrado»* por depósitos y valores de renta fija negociados[327]. (C) En tercer lugar, en una titulización de efectivo los activos cuyo riesgo se transmite son los mismos que los activos que garantizan la posición de los inversores. Por tanto, la exigencia de una cesión «plena e incondicional» funciona para asegurar tanto la transmisión del riesgo por el cedente, como la eficacia de los derechos de los inversores frente a terceros (la cesión plena e incondicionada da derecho a la separación e impide la recaracterización[328]). En la titulización sintética, al ser dos grupos de activos distintos la exigencia sólo funciona para el primer propósito, dejándose el segundo a la autonomía de las partes. Y, como veremos a continuación, la configuración por las partes de los derechos sobre el activo del fondo no siempre garantiza los derechos de los inversores en sede concursal.

2. Titulización sintética y cláusulas de cambio de preferencia (I). El problema en la jurisprudencia comparada

En la titulización sintética la transmisión del riesgo se efectúa mediante contratos de derivados, que poseen únicamente efectos personales, de modo que la transacción no estaría protegida frente al riesgo de concurso de la contraparte del derivado si no existiesen activos sobre los que ejecutar la garantía real (el activo del fondo). El problema es que dichos activos garantizan no sólo la posición de los inversores frente al impago de la contraparte, sino también la posición de esta contraparte frente al impago (o deterioro) de las Obligaciones de Referencia cuyo riesgo ha sido transmitido. Con el objetivo de ordenar los intereses de ambas partes las transacciones suelen incluir cláusulas de «variación de la preferencia» (*priority flip*). Así, ambas partes (contraparte e inversores) tendrán un derecho real sobre los activos, pero la clave se encuentra en la preferencia/subordinación de sus intereses: el derecho de la contraparte tendrá preferencia, pero, si ocurre un Evento, como la insolvencia o el deterioro patrimonial de dicha contraparte, caso en el que tendrá preferencia el derecho de los inversores.

La pregunta, lisa y llanamente, es si semejante cláusula es válida o sería nula de pleno derecho por aplicación de las normas relativas a la masa del concurso. Desde un punto de

(327) Ello no plantearía dificultades cuando el problema resida en el deterioro de los derechos de crédito de referencia, asegurados por el fondo. En tal caso la contraparte del swap tendrá derecho a apropiarse de los valores del fondo, pero los inversores habrán tenido en su momento la ocasión de evaluar el tipo de activos que estaban siendo asegurados, y, por tanto, el riesgo de impago, antes de tomar la decisión de inversión. El problema, por el contrario, se plantearía si el deterioro financiero ocurre en sede de la contraparte del swap, en cuyo caso serán los inversores quienes tendrán derecho a cobrarse con el activo del fondo, sobre el cual el real decreto no impone restricciones en cuanto a su composición/modificación, lo que podría resultar en la desprotección de los inversores.

(328) Artículo 2.2.b del RD 926/1998. *Supra,* III.3.B.

vista económico lo cierto es que la masa se encuentra, tras la concurrencia del presupuesto objetivo del concurso, en una situación peor a la existente inmediatamente antes del concurso. Ahora bien, la siguiente pregunta es si para anular el acuerdo basta con el test del empeoramiento económico de la situación, o es necesario realizar consideraciones de índole puramente jurídica.

Tal es el mar de fondo en la saga jurisprudencial del caso *Perpetual Trustee*, decidido en sentidos opuestos a uno y otro lado del Atlántico (Inglaterra(329) y Estados Unidos(330)). En Inglaterra la cláusula quedaba fuera del ámbito de las acciones específicas de integración de la masa contempladas por la ley, y restaba determinar si la misma era contraria al denominado principio de *anti-deprivation*(331), en virtud del cual un deudor no tiene derecho a pactar con terceros la realización de disposiciones sobre su propiedad, o un reparto de bienes distinto al que resultaría del concurso(332).

Si bien la *«priority flip»* no afecta a la segunda parte del principio, es cuestionable desde la primera. Los tribunales ingleses, con todo la declararon válida sosteniendo que: (1) los activos objeto de la garantía habían sido adquiridos con los fondos de los inversores; (2) la cláusula no afectaba a la «propiedad», sino al orden de preferencia sobre la misma(333), y (3) la cláusula *«flip»* afectaba a la sustancia del derecho real, asegurando que, desde el principio, estuviese sometido a condición, y (4) el principio de *anti-deprivation* no resultaba aplicable, pues la cláusula se había activado por la insolvencia de la entidad Lehman Brothers Holding Inc, parte del mismo grupo pero distinta de Lehman Brothers Special Financing, que es la que se vio afectada por la cláusula, de modo que la misma operó en el lapso temporal entre la insolvencia de la primera y la de la segunda; esto es, *antes* de la insolvencia de la entidad afectada por la cláusula.

Con la excepción del cuarto de los argumentos, los demás han sido objeto de críticas por la doctrina inglesa más autorizada(334). De hecho, los tribunales estadounidenses fallaron en sentido contrario, anulando la cláusula(335). Sin embargo, es difícil realizar la comparación, en la medida en que el juez americano basó su decisión no en un principio general, sino en una regla específica de protección de la masa activa, que declara la nulidad de las cláusulas de resolución automática, o disposición automática de propiedad en caso de insolvencia(336) (las denominadas «cláusulas *ipso facto*»). Como nota interesante,

---

(329) *Perpetual Trustee Co Ltd v BNY Corporate Trustee Services Ltd* [2009] EWHC 1912 (Ch); [2009] 2 B.C.L.C. 400; [2009] B.P.I.R. 1093 en 24. Ver también WORTHINGTON, Sarah, «Insolvency Deprivation, Public Policy and Priority Flip Clauses», *International Corporate Rescue* Vol. 7 (1) (2010).

(330) *In re Lehman Brothers Special Financing Inc v BNY Corporate Trustee Services Ltd* (Case n.º 09-01242).

(331) *British Eagle International Airlines v Compagnie Nationale Air France* [1975] 1 WLR 758; *Money Markets International Stockbrokers Ltd v London Stock Exchange Ltd* [2002] 1 WLR 1150.

(332) Cotton LJ, en *In re Harrison* (1880) 14 Ch D 19, 26. Ver también *Money Markets International Stockbrokers Ltd v London Stock Exchange Ltd* [2002] 1 WLR 1150 en 87.

(333) *Perpetual Trustee Co Ltd v BNY Corporate Trustee Services Ltd* [2009] EWCA Civ 1160; [2010] Bus. L.R. 632; [2010] B.C.C. 59; [2010] B.P.I.R. 174 a 62.

(334) WORTHINGTON, S., «Insolvency Deprivation, Public Policy and Priority Flip Clauses», *op. cit.,* p. 31 *et seq.*; «Making sense of arguments about the anti-deprivation rule». *International corporate rescue*, n.º 8 vol. (1), pp. 26-40.

(335) *In re Lehman Brothers Special Financing Inc v BNY Corporate Trustee Services Ltd* (Case N.º 09-01242).

(336) Secciones 365 (e) (1) y 541 (c) (1) (B) del US Bankruptcy Code.

el juez interpretó de modo expansivo la regla, sobre la base de que la disposición habla de cláusulas que se activan en *un* supuesto de insolvencia (no *el* supuesto de la insolvencia del deudor) entendiendo que, a estos efectos, tanto daba el concurso de la parte afectada por la cláusula como de la matriz de su grupo(337).

3. Titulización sintética y cláusulas de cambio de preferencia (II). La norma española y la necesidad de interpretación

¿Cómo se decidiría un caso semejante en España? Nuestra Ley Concursal declara inválidas las cláusulas *que establezcan la facultad de resolución o la extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso de cualquiera de las partes*(338). Sin embargo, el Real Decreto-ley 5/2005, en la parte que transpone la Directiva sobre Acuerdos de Garantía Financiera, preserva dichos acuerdos de garantía financiera y las cláusulas de vencimiento y liquidación anticipados en los acuerdos de compensación contractual(339). La cuestión es si la cláusula de variación de la preferencia forma parte «indisoluble» del acuerdo de garantía, o del acuerdo de compensación(340), de manera que la protección concursal de estos deba extenderse a la cláusula, o bien se trata de un acuerdo separado, susceptible de enjuiciamiento sobre la base de las reglas generales, y, por ende, anulable. El juez americano, ante un problema similar (la legislación americana contiene excepciones a la regla de las cláusulas *ipso facto* para el caso de acuerdos swap) falló en sentido negativo(341), pero sería necesaria una correcta interpretación teleológica de la norma española y europea.

4. El conflicto subyacente y sus problemas de ejecución, gestión y agencia

Si bien el problema de la saga *Perpetual Trustee* puede minimizarse aludiendo a su especificidad, o mitigarse mediante cambios en la redacción de los documentos y la estruc-

---

(337) *In re Lehman Brothers Special Financing Inc v BNY Corporate Trustee Services Ltd* (Case N.º 09-01242).

(338) Artículo 61 (3) Ley Concursal.

(339) Según el artículo decimoquinto, punto 1, *«La apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa no podrá ser causa para declarar nulos o rescindir un acuerdo de garantía financiera o la aportación misma de una garantía»*, mientras que el punto 4 de dicho artículo reitera que *«Los acuerdos de garantía financiera no se verán limitados, restringidos o afectados en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa, y podrán ejecutarse, inmediatamente, de forma separada, de acuerdo con lo pactado entre las partes y lo previsto en esta sección»*. El artículo decimosexto, punto 1, por su parte, afirma que *«La declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente de las operaciones financieras realizadas en el marco de un acuerdo de compensación contractual o en relación con este no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa»*.

(340) Para su consideración dentro del acuerdo de compensación sería primero necesario determinar la aplicabilidad de las disposiciones sobre compensación contractual. El artículo quinto, punto 1 del RDLey 5/2005, establece que estas disposiciones de aplican: *«a las operaciones financieras que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual o en relación con él, siempre que el acuerdo prevea la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones incluidas en dicho acuerdo»*, lo que genera la duda de si la disposición posee un enfoque «formalista» [esto es, bastando únicamente que el acuerdo suscrito entre la Contraparte y la SPV utilice un formato como el ISDA Master Agreement o el Acuerdo Marco de Operaciones Financieras (de la AEB) o «sustancialista» (exigiéndose que el acuerdo cubra potencialmente más de una operación].

(341) *In re Lehman Brothers Special Financing Inc v BNY Corporate Trustee Services Ltd* (Case N.º 09-01242).

tura de los derechos de las partes, la realidad subyacente es difícil de eliminar. Como en los anteriores supuestos de transacciones fuera de balance se ha analizado el problema de la eficacia real de la separación patrimonial, y, con ello, de los derechos de los inversores. Pero ello no puede llevarnos a apartar la vista de que la separación patrimonial y la división entre los derechos económicos y derechos de control sobre dicho patrimonio trae también consigo conflictos de agencia, que inciden directamente en la ejecución práctica de dicha separación. Tales conflictos siempre se plantean entre las partes que diseñan la transacción y los inversores que la financian, y las transacciones sintéticas no son una excepción.

Así, como antes adelantábamos, las normas sobre titulización españolas aplican las exigencias sobre el activo del fondo a los derechos de referencia, garantizados por el fondo, pero no a los activos *reales* del fondo (generalmente, depósitos y valores de renta fija libres de riesgo). Ello supone que las normas sobre composición(342) y transparencia(343) del activo del fondo no resulten aplicables al activo *real* del fondo de la operación sintética. Esta ausencia de controles puede provocar que las partes que diseñan la transacción (sponsor, contraparte del *swap*, etc.) utilicen los vehículos de titulización como una suerte de «papelera» o «vertedero» para aquellos activos que, a pesar de mantener una alta calificación (en la titulización sintética casi siempre se exige) no encuentran fácil acomodo en el mercado(344).

Este tipo de riesgo se encuentra también muy presente en las transacciones sintéticas que se han puesto de moda con posterioridad a la crisis: los *exchange traded products*, respecto de los cuales se ha indicado que pueden ser utilizados como base por un banco para obtener financiación contra una cartera ilíquida de activos que, de otro modo, no podría ser financiada(345). Asimismo, junto con esta posibilidad, más obvio, los bancos pueden utilizar como garantía activos que no tienen nada que ver con los activos garantizados (una posibilidad muy extendida en el mercado) con el resultado de que, en caso de impago, dejaría a los inversores con activos que nada tienen que ver con aquellos en los que invirtieron(346).

---

(342) Por ejemplo, la exigencia de «homogeneidad» de los activos, del artículo 2.1, o de «cesión plena e incondicionada», del artículo 2.2.b.1 (admitiéndose que los activos que figuren en el activo del fondo lo hagan como resultado de una cesión temporal) del RD 926/1998.

(343) Por ejemplo, la exigencia de aportación y registro previo por la CNMV de los activos a agrupar en el fondo, así como de informes de la sociedad gestora o terceros independientes sobre dichos activos que contempla el artículo 5.1.b y c; o la exigencia de identificación en la escritura de constitución del fondo de los activos, su régimen de administración y las *reglas de sustitución*, así como otros detalles, que contempla el artículo 6.1.a del RD 926/1998.

(344) El incentivo resulta especialmente fuerte justamente en situaciones donde la contraparte se encuentre cercana al concurso, pues se incrementa la probabilidad de que sean los inversores quienes acaben apoderándose de los activos como resultado del impago de la contraparte.

(345) FINANCIAL STABILITY BOARD, *Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs), op. cit.,* p. 4.

(346) Un ejemplo recogido por el informe del Bank for International Settlements es el de un ETF de mercados emergentes ofrecido por una forma denominada X-trackers, cuyo activo (que garantizaba las obligaciones con los inversores) estaba compuesto por acciones y bonos que poco o nada tenían que ver con mercados emergentes (un 50% aproximadamente de las acciones eran de sociedades japonesas, un 30% de sociedades estadounidenses o alemanas, mientras que tres cuartas partes de los bonos eran de sociedades estadounidenses, muchos sin calificar). Ver RAMASWAMY, S., «Bank of International Settlements (BIS)*», Market structures and systemic risks of exchange-traded funds op. cit.,* p. 9. Ver, también «Briefing Exchange-traded funds. Too much of a good thing», *The Economist,* June 25th-July 1st 2011, p. 76.

VI. CONCLUSIONES

El presente trabajo ha tratado de describir algunos de los problemas más importantes y perentorios que afectan a las transacciones de financiación estructurada «fuera de balance», que constituyen la punta de lanza de la moderna financiación con garantía. En presencia de estos problemas se puede adoptar la estrategia de la zorra y las uvas, y entender que son demasiado específicos y propios de otras jurisdicciones como para que su discusión resulte provechosa al Derecho español. Pero es sorprendente la facilidad con la que la estrategia de la zorra desemboca en la del avestruz, que tiene que enterrar la cabeza para poder negar que el problema existe. El presente trabajo no tiene la pretensión de solucionar todos los problemas; ni tan siquiera de *proponer* soluciones a todos ellos. Pero sí la de proponer *algunas* soluciones y, sobre todo, reconocer que los problemas existen, afectan a nuestro Derecho, y, por ello, debamos admitir, con humildad, que carecemos de respuestas ciertas en un sector con gran necesidad de certeza. Pretende, también, extraer algunas conclusiones generales:

Primera, el cambio en la importancia económica de los bienes muebles, y, más importante, de los derechos incorporales, ha conducido a una cantidad extraordinaria de retos, derivados de la necesidad de adaptar concepciones clásicas («propiedad», «posesión», «garantía» etc.) a esquemas de relaciones necesariamente distintos.

Segunda, los problemas no son meramente semánticos; sino que subrayan conflictos entre los principios que subyacen al sistema de derechos reales y concurso: ¿en qué medida la equidad del procedimiento concursal debe respetar la certeza de la situación anterior al concurso?; ¿cuándo se entiende que las partes regulan sus relaciones anteriores al concurso, y cuándo el reparto de derechos una vez iniciado aquél? En el conflicto entre la necesidad de proteger las expectativas contractuales y la protección de los derechos de terceros, ¿dónde cae el fiel de la balanza del Derecho español? Como consecuencia ¿qué tolerancia tiene el Derecho español para las garantías ocultas?

Tercera, los casos examinados son complejos por la confluencia de criterios de política legislativa que, al mismo tiempo, son prioritarios y contrarios: (1) la necesidad de asegurar el correcto reparto de los activos entre los acreedores, (traducido en el *par conditio creditorum*), y (2) la necesidad de respetar la certeza del *status quo* anterior a la situación de concurso, permitiendo a los acreedores conocer sus derechos, (excepciones a la *par conditio creditorum*). El principio de certeza jurídica se ve realzado en el contexto de las transacciones financieras, donde la certeza sustenta, a su vez, (3) la liquidez y estabilidad del sistema. La presencia de (2) y (3) se plasma en reglas que, en ocasiones, resultan poco armónicas con los compromisos alcanzados entre (1) y (2) para el caso general, lo que conduce constantemente a preguntarse, en aquellos casos no cubiertos por la regla específica, si el principio aplicable es el principio informador de la regla específica, o el general para todo tipo de transacciones.

Cuarta, las normas de tipo regulatorio y patrimonial, ya de por sí en precario equilibrio, deben hacer frente a otros problemas, catalogados como «de agencia». Tales problemas tienen una relación de retroalimentación con la separación patrimonial: son consecuencia de ella, y, a su vez, inciden en su efectividad, pero plantean dilemas que no se resuelven mediante normas de protección jurídico-real, sino de control y de conducta (entre otras). Y

aunque la presencia de tales normas es palpable cuando la separación patrimonial ocurre en el contexto societario, no se ha considerado tan necesaria en el contexto puramente jurídico-real, a pesar de que algunos de los problemas son análogos. La resolución del problema de aislamiento patrimonial requiere, para ser efectiva, la resolución del problema de «gobierno» de la transacción.

Ello nos conduce a la última reflexión del trabajo: como indicábamos al principio de la introducción, la reflexión sobre los fundamentos del Derecho nace, generalmente, del asombro y la perplejidad del jurista ante los casos difíciles. Siendo la conexión tan clara entre perplejidad-reflexión, y entre casos difíciles y soluciones básicas o «fundamentales», cabe concluir que áreas tan complejas como la financiación estructurada no necesitan más soluciones parciales basadas en circunstancias específicas, sino un acomodo definitivo en nuestro sistema de derechos reales y derecho concursal. Y tal acomodo debe necesariamente venir precedido de un proceso de reflexión, bien de tipo «conceptualista», que elabore sobre las nociones de «derecho real», «garantía», «concurso», etc., o «principialista», que elabore sobre los motivos que inspiran los principios básicos de la protección a la parte contratante y a los terceros afectados. Si ello conduce a un cambio en la manera de entender los fundamentos básicos del sistema, tanto mejor para el sistema.

LA RELEVANCIA DEL FACTOR RIESGO EN LA REGULACIÓN DEL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO*

VÍCTOR MARTÍNEZ MULERO

Profesor de Derecho Mercantil
Universitat de Girona

RESUMEN

Desde la perspectiva que ofrece el estudio de la regulación institucional del mercado del crédito, este trabajo persigue poner de manifiesto determinadas inconsistencias y contradicciones entre, por un lado, la finalidad perseguida por la ordenación normativa del sistema de supervisión del mercado del crédito y las entidades que en él operan y, por otro lado, algunos aspectos significativos de la disciplina normativa que ordena en España el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el sistema de cálculo del importe de las aportaciones que las entidades adscritas deben aportar a éste. En este contexto, se evidencia que la metodología actualmente empleada en este último ámbito genera distorsiones e incentivos contradictorios en el funcionamiento general del mercado del crédito español, especialmente en aquello referido a la buena gestión que del riesgo asociado a su actividad empresarial deben llevar a cabo las entidades.

Palabras clave: *Mercado del crédito, fondo de garantía de depósitos, sistema de supervisión bancaria, gestión del riesgo.*

ABSTRACT

From the perspective offered by the study of institutional regulation of the credit market, this paper seeks to highlight certain inconsistencies and contradictions between, on one hand, the objective pursued by regulation of the supervision system of the credit market and the entities operating on it and on the other hand, some significant aspects of the discipline rules ordering the Spanish Deposit Guarantee Fund and the system of calculating the amount of the contributions that member institutions must contribute to it. In this context, it is evident that the methodology currently employed in the latter field generates distortions and conflicting incentives in the overall functioning of the Spanish credit market, especially with regard to good management of risk associated with its business activities to be carried out by entities.

Key words: *Credit market, deposit guarantee fund, banking supervision, risk management.*

* A lo largo de la elaboración de este trabajo he contado, como siempre, con el inestimable caudal intelectual y también personal del profesor Oriol LLEBOT cuyas pistas, orientaciones y comentarios a lo largo de los sucesivos borradores de este artículo quiero agradecer explícitamente en el momento final de su publicación. También quiero manifestar mi agradecimiento a mi compañera en el Área de Derecho de mercantil Teo JACQUET, a la que deseo lo mejor en su incipiente carrera académica, así como a los profesores José MACHADO, Miquel PEGUERA y Ferran PUIG, viejos compañeros en el proyecto universitario que pese a la distancia geográfica que nos separa nunca han dejado de acompañarme.

SUMARIO

I. PLANTEAMIENTO.

II. EL FACTOR RIESGO EN EL SISTEMA DE SUPERVISIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.

III. RÉGIMEN JURÍDICO DEL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO.

1. Función y orígenes históricos.

2. Estructura y regulación del Fondo en España.

IV. LA AUSENCIA DEL FACTOR RIESGO EN LA ORGANIZACIÓN DE LA GARANTÍA DE LOS DEPÓSITOS. PROBLEMAS Y ALTERNATIVAS.

V. LA REESTRUCTURACIÓN DEL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO EN TORNO AL FACTOR RIESGO.

I. PLANTEAMIENTO

La importante crisis económica y financiera que, desde hace ya varios años, viene afectando con singular severidad a gran parte de las economías occidentales ha puesto de manifiesto la necesidad de examinar nuevamente algunos de los fundamentos que inspiraron la regulación de distintos organismos e instituciones creados en su momento con la finalidad primordial de reforzar el sistema financiero en contextos económicos especialmente adversos. La regulación de algunos de estos organismos e instituciones ha estado históricamente condicionada en buena medida por los particulares acontecimientos acaecidos a lo largo de cada episodio crítico afrontado, hecho que ha comportado en la práctica que el sistema normativo llamado a regularlos se encuentre en muchos aspectos influido por las distintas urgencias coyunturales que en cada momento histórico envolvieron su ordenación en lo que ha venido a denominarse «legislación de circunstancias»[(1)]. En este contexto, y a partir de los acontecimientos y experiencias acaecidas en nuestro sistema financiero en los últimos años, se hace particularmente necesario a nuestro parecer desarrollar un esfuerzo de reflexión dirigido a analizar críticamente distintos aspectos del sistema normativo que regula actualmente nuestros mercados financieros y las instituciones que en ellos actúan, cuestionándolos y proponiendo su enmienda cuando sea necesaria en búsqueda de un mejor funcionamiento de los elementos que integran aquel sistema. En este contexto específico, este trabajo tiene la finalidad de analizar la regulación de una de las instituciones llamadas a tener especial significación en un entorno de crisis económica y, particularmente, financiera. Nos estamos refiriendo al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (en adelante, FGDEC).

(1) *Vid*. JIMÉNEZ BLANCO, A., «El Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios», en VV.AA., *Estudios de Derecho público bancario* (S. MARTÍN-RETORTILLO, Dir.), Madrid, 1987, pp. 189 y ss.

El FGDEC, nacido a raíz de la unificación, mediante la aprobación del Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, de los tres fondos de garantía que nuestro ordenamiento originalmente optó por crear en su momento en relación con cada tipo de entidad de crédito reconocido, ocupa un lugar relevante en el repertorio de instrumentos de los que dispone nuestro sistema financiero para proceder a la gestión de las consecuencias de una situación de crisis económica y financiera como la que está atravesando España. Esta posición relevante se organiza a través de las dos vertientes sobre las que se encuentran estructuradas sus funciones principales: la relacionada, por un lado, con la protección de los intereses de los depositantes de las entidades de crédito y la relacionada, por el otro lado, con el rescate o auxilio de las entidades de crédito cuando se encuentren con problemas de solvencia que justifiquen su intervención. Todo ello a fin y efecto de evitar las consecuencias que, a nivel del conjunto del sistema financiero, se podrían derivar de un eventual estado de insolvencia de las mismas.

Desde la perspectiva que ofrece el estudio de la regulación institucional del mercado del crédito, es nuestro propósito poner de manifiesto a lo largo de este trabajo determinadas inconsistencias y contradicciones entre, por un lado, la finalidad perseguida por la regulación normativa del modelo general de supervisión de aquel mercado y las entidades que en él operan y, por otro lado, algunos aspectos significativos de la disciplina normativa que ordena y regula la estructura y organización del FGDEC. Y es que, como podremos desarrollar detenidamente a lo largo de las próximas páginas, mientras que la normativa reguladora del mercado del crédito y particularmente el modelo de supervisión que ésta consagra persigue con carácter fundamental garantizar la consecución de determinados niveles de recursos propios de las entidades de crédito que operan en aquel mercado acordes con el perfil de riesgo a ellas asociado, la disciplina reguladora del FGDEC, en cambio, con carácter general se muestra ajena en su regulación a tales propósitos. Ello se debe a que esta disciplina procede a organizar con carácter general la garantía de los depósitos y, salvando algunas puntuales excepciones abordadas también en este trabajo, el sistema de cálculo y determinación del importe de las aportaciones que las entidades adscritas deben realizar a favor del fondo a través de una metodología que, en la práctica, genera distorsiones e incentivos contradictorios en el funcionamiento general del mercado del crédito, especialmente en aquello referido a la buena gestión que del riesgo asociado a su actividad empresarial deben llevar a cabo las entidades.

De esta manera, la primera parte de este trabajo estará dedicada a caracterizar los principios que inspiran la regulación normativa del sistema de supervisión bancaria, analizando respectivamente la forma en que este sistema se encuentra estructurado así como las finalidades que guían su actuación. Seguidamente, procederemos a observar la regulación vigente del FGDEC, prestando especial atención a los criterios que ordenan y regulan el régimen de aportaciones que están obligadas a realizar a su favor las distintas entidades de crédito adscritas al FGDEC. En la parte final de nuestro estudio, pondremos de manifiesto las contradicciones y desajustes entre ambos marcos reguladores así como las consecuencias que se derivan de los mismos en detrimento de un funcionamiento más armónico de nuestro mercado de crédito. En este sentido, es también nuestro propósito en la parte final del trabajo hacer referencia explícita a las alternativas a contemplar a fin y efecto de corregir las deficiencias puestas de manifiesto, prestando una especial atención a la Propuesta de Directiva relativa a los sistema de garantía de depósitos de 12 de julio de 2010 y

actualmente en fase de tramitación, y a las puntuales pero reveladoras reformas operadas en el régimen jurídico de los fondos a raíz de la aprobación del Real Decreto 771/2011 y la modificación que esta norma realizó del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito con anterioridad a la unificación operada mediante aprobación del Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, norma de referencia en la actualidad en esta materia.

II. EL FACTOR RIESGO EN EL SISTEMA DE SUPERVISIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La normativa reguladora del sistema de supervisión de las entidades de crédito presenta un conjunto de características que la particularizan respecto a las normativas reguladoras de los sistemas de supervisión y control existentes en otros sectores de la actividad económica. Como ya ha sido establecido a la luz de la teoría económica[(2)], las razones de este tratamiento diferenciado residen tanto en las principales funciones que con carácter general despliegan estas entidades en el seno del sistema económico (la intermediación indirecta en el mercado del crédito y la prestación de servicios de pago) como en las particulares consecuencias que se derivan a nivel macroeconómico de una eventual situación de crisis del conjunto del sistema o, en menor medida, de alguna de las entidades que lo integran. Como sabemos, en nuestro país es el Banco de España el que, de acuerdo con el artículo 7 de la Ley 13/1994, tiene atribuida, con carácter general y de conformidad con la legislación vigente, la función de supervisar el mercado del crédito y la actuación de las entidades que lo integran.

Para el desarrollo de esta función de supervisión y control se ha establecido un modelo normativo que persigue velar por la adecuada capitalización de las entidades de crédito garantizando el cumplimiento por parte de éstas de la normativa vigente así como una gestión prudente de los riesgos asociados a su negocio empresarial. El control del riesgo se erige en este modelo normativo en el vector fundamental del proceso de supervisión, un riesgo que sintetiza la probabilidad que una determinada entidad tiene de sufrir problemas de solvencia. Para aplicar y desarrollar dicho modelo normativo de supervisión, el organismo rector del mercado del crédito español se vale tanto de una estructura[(3)] como de un conjunto de competencias normativas y herramientas metodológicas[(4)] dirigidas específicamente a lle-

(2) A este respecto, por ejemplo, *vid.* LLEBOT, O., *Legislación Bancaria Básica*, Civitas, Madrid, 1996, pp. 21 y ss. quien presta particular atención a las funciones que la teoría económica ha asignado a las entidades de crédito así como al tipo de consecuencias que a nivel macroeconómico se derivan de una situación de crisis por su parte.

(3) Esta estructura está basada en la existencia de distintos departamentos formados a su vez por grupos operativos integrados por inspectores encargados de llevar a cabo tareas de supervisión de las distintas entidades de crédito. A este respecto, *vid.* «Modelo de supervisión del Banco de España», pp. 5 y ss., publicado en 2009 por el propio Banco y accesible en su formato pdf desde la misma página de la entidad, <www.bde.es>.

(4) En el campo metodológico, debemos destacar la progresiva implantación desde el año 2001 por parte de la Dirección General de Supervisión del Banco de España de una metodología general que, bajo el nombre *Supervisión de la Actividad Bancaria Bajo el Enfoque del Riesgo* (SABER), organiza la actividad supervisora del organismo supervisor integrando en su seno herramientas informáticas y metodologías supervisoras de naturaleza más específica como, por ejemplo, el Sistema de análisis de datos (SAD) o el Sistema de tratamiento de la Central de Información de Riesgos. A este respecto, *vid.* BANCO DE ESPAÑA, «Modelo de supervisión…», cit., pp. 3 y ss.

var a cabo un plan de supervisión específico en el que tiene una importancia particular el establecimiento de un perfil de riesgo y solvencia individual de cada una de las entidades concurrentes al mercado del crédito español de conformidad con las exigencias que en esta materia se establecen en la normativa vigente y particularmente en la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. Esta circular desarrolla la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, que reformó la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, e integra a su vez en su texto el contenido del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, procediendo a regular de manera precisa los métodos oficiales para calcular la exposición al riesgo de cada entidad a fin y efecto de establecer un determinado nivel de capitalización acorde con las exigencias formuladas en la citada circular desarrollando de esta manera lo establecido en la Ley 36/2007.

En todo este proceso de supervisión se hace evidente la influencia determinante de las directrices y recomendaciones reguladoras derivadas del contenido del Acuerdo de Basilea (1974) y, particularmente, de Basilea II, nombre con el que es conocido el Acuerdo de Convergencia Internacional de Medidas y Normas de Capital del Comité de Supervisión Bancaria del Banco Internacional de Pagos, concluido después de numerosas rondas consultivas en junio de 2004. El contenido de ambos acuerdos, implementados de manera progresiva a nivel del conjunto de la Unión Europea a través de distintas directivas en materia bancaria[5], incorporadas con posterioridad en el seno de las diferentes legislaciones estatales de los estados miembros[6], se organiza alrededor de tres pilares fundamentales sobre los que debe reposar un mercado de crédito eficiente integrado por entidades correctamente capitalizadas en relación con el perfil de riesgo que cada una de ellas presenta. El primer y tercero de estos pilares, con carácter general, y el segundo de ellos, con carácter particular, acaban operando en la práctica como verdaderos elementos ordenadores del sistema normativo de supervisión del funcionamiento del mercado del crédito y de las entidades que a él concurren, proceso éste que en cada estado se encuentra dirigido por el correspondiente Banco central.

Las recomendaciones que integran el primer pilar ponen de manifiesto, bajo el genérico título «Requerimientos mínimos de capital», la importancia determinante que en el buen funcionamiento del mercado del crédito tiene todo lo referido, en primer lugar, al tratamiento y análisis del nivel de riesgo y su influencia en la correcta capitalización de cada una de las entidades de crédito. A tal efecto, el Comité de Supervisión Bancaria dispone un conjunto de medidas dirigidas con carácter general a armonizar de manera muy pormenorizada los sistemas y metodologías de análisis y tratamiento de las cuestiones referidas a

(5) *Vid.* las directivas comunitarias 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición) y la 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito (refundición).

(6) A este respecto, en España podemos señalar la citada Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos que desarrolla la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, que como ya hemos señalado procedió a modificar la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros. Esta circular integra en su texto el contenido del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras.

la capitalización de las entidades, su actividad crediticia y el conjunto de riesgos por ellas soportado. El segundo pilar, bajo el nombre «El proceso de examen supervisor», concentra su atención en la necesidad de reforzar, perfeccionándola mediante una mayor sistematización, la función supervisora de los organismos rectores del mercado del crédito en cada estado, así como las herramientas y metodologías existentes para llevar a cabo tal función supervisora. Finalmente, el tercero de los pilares sobre los que se organiza el sistema de recomendaciones de Basilea II, titulado «La disciplina de mercado», centra su atención en la importancia de alcanzar el mayor nivel de perfección en el funcionamiento de los mercados crediticios mediante la específica adopción de un conjunto de medidas tendentes a reforzar su transparencia, la instauración de correctas prácticas bancarias en su seno así como la publicación periódica de todas aquellas informaciones y hechos relacionados con las entidades de crédito, especialmente los que se encuentran relacionados con su perfil de riesgo o su sistema de recursos propios.

Las propuestas derivadas de los acuerdos de Basilea I y II se manifiestan omnipresentes, con carácter general, en una buena parte de la normativa reguladora del mercado del crédito español y, con carácter particular, en el diseño y ejecución de las políticas jurídicas ordenadoras de la supervisión de aquel mercado que lleva a cabo fundamentalmente del Banco de España a partir de las competencias que le atribuye el ordenamiento jurídico. Quedan atrás, por lo tanto, las políticas normativas de supervisión tradicionales anteriores al influjo de Basilea que, con carácter más limitado y restringido, perseguían alcanzar un simple conocimiento de la situación contable de las entidades combinado con una supervisión de carácter fundamentalmente formal y administrativa del cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad bancaria. Todo ello significa que en nuestro país, y en gran parte de los sistemas bancarios occidentales, la actividad reguladora del mercado del crédito, así como la supervisión de su funcionamiento, se manifiesta también proactiva en el sentido de estar ideada no solamente con voluntad de gestionar las situaciones críticas que se puedan acabar produciendo en el seno del mercado del crédito sino también de evitar *ex ante* su acaecimiento mediante el planeamiento y ejecución de políticas expresamente dirigidas a la prevención, manifestándose a su vez extremadamente sensibles al seguimiento y control sustantivo de todo lo referido a la correcta capitalización de las entidades desde la perspectiva que aporta el nivel de riesgo por ellas asumido en el desarrollo de su actividad empresarial.

A todo ello, se debe añadir el impacto que va a tener a corto y medio plazo la efectiva implementación de distintas medidas en materia de requisitos de capitalización de las entidades de crédito que se están adoptando progresivamente a nivel de la Unión Europea en la compleja coyuntura financiera que envuelve gran parte de las economías nacionales del viejo continente y entre 2011 y, como fecha límite, 2019 la efectiva aplicación de las reformas proyectadas por los acuerdos auspiciados por el Banco de Pagos Internacionales entre el Comité de Basilea y los Gobernadores y Jefes de Supervisión entre julio de 2009 y septiembre de 2010 y que rápidamente se han venido a denominar Basilea III. Estas últimas propuestas, como ha sido puesto de manifiesto[7], abogan por un conjunto de reformas dirigidas a ahondar en los procesos de consecución de mejores niveles de gestión de los riesgos específicos de cada entidad consiguiendo, a su vez, aminorar los riesgos

(7) *Vid.* COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA, *La respuesta del Comité de Basilea a la crisis financiera: informe al G-20*, octubre de 2010, pp. 4 y ss.

sistémicos que amenazan desde una perspectiva global al conjunto del sistema bancario internacional. En este sentido, y respetando la organización por pilares adoptada en Basilea I y II, los acuerdos adoptados persiguen, en términos de capital, mejorar la calidad y cantidad del mismo mediante un endurecimiento de los mínimos exigidos, fomentando un sistema de provisiones anticíclicas que permitan acumular capital en los buenos momentos del ciclo económico para disponer de él en las etapas de mayor tensión financiera. Asimismo, y en relación con la supervisión y la difusión informativa, Basilea III plantea un endurecimiento de las normas relativas al proceso de examen supervisor y a la divulgación pública de aquellas informaciones que sean consideradas relevantes.

Queremos subrayar todo ello y hacemos énfasis en tales hechos y factores ya que, a continuación, en el momento de analizar el régimen jurídico del FGDEC y, particularmente, las normas reguladoras del sistema de aportaciones de las entidades a su seno, resulta sorprendente observar que tradicionalmente, y salvo excepciones muy recientes, un elemento tan importante en el conjunto de la regulación del mercado de crédito y, particularmente, en la supervisión de su funcionamiento, como es el relacionado con el perfil de la entidad en materia de riesgo, se manifiesta tradicionalmente ausente. Lejos de ser inocuo, este hecho despliega un conjunto de consecuencias no precisamente favorecedoras del buen funcionamiento del conjunto del mercado del crédito. A todo ello nos referiremos más adelante pero antes analicemos de qué manera se encuentra organizado en España el FGDEC y cómo se encuentra regulada la determinación de las aportaciones que a su favor deben realizar las entidades a él adscritas.

III. RÉGIMEN JURÍDICO DEL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO

1. Función y orígenes históricos

El cese de las entidades de crédito en el ejercicio de su actividad empresarial puede comportar importantes problemas al conjunto del sistema financiero cuando es producto de una crisis de solvencia de la entidad en cuestión. Al riesgo derivado del hecho de que, producto de la situación de incertidumbre generada sobre los clientes de la entidad concreta como consecuencia del cese de su actividad, pueda producirse una retirada masiva de fondos de la misma que exceda el valor de las reservas de efectivo de la entidad, se suma el denominado riesgo sistémico o de contagio, un riesgo que ha acontecido de manera más o menos periódica en los sistemas bancarios occidentales a lo largo de su historia y que puede imputarse a los elevados costes que para los depositantes de las otras entidades tiene obtener la información necesaria sobre las causas concretas de los problemas de la entidad de crédito en situación de dificultad, generando todo ello importantes incentivos para proceder a la retirada de los fondos de su respectiva entidad a pesar de no ser ella la que se encuentre en situación crítica[8].

En un contexto como el descrito, cobra valor la existencia de una institución como el FGDEC, creada para favorecer la estabilidad de las entidades de crédito mediante la reduc-

(8) En nuestra doctrina, *vid.* LLEBOT, *Legislación bancaria…*, cit., p. 25.

ción de los riesgos descritos producto de la prestación de una garantía general al conjunto de los depositantes de las entidades de crédito. Esta garantía, que consiste en la reintegración hasta un determinado límite del importe de sus depósitos en caso de que la entidad de crédito con dificultades no pueda hacerlo, produce una importante aminoración del riesgo sistémico o de contagio. A su vez, debemos subrayar que, con carácter previo a la efectiva insolvencia de la entidad en cuestión y con tal de evitar los enormes costes que comporta la ejecución de aquella garantía general, el mismo FGDEC es competente para ayudar, a través de distintos medios, a la recapitalización de la entidad en cuestión, evitando que se deslice hacia una situación de insolvencia efectiva.

De esta manera, y como ya fue puesto de manifiesto por los primeros investigadores dedicados proceder a un análisis detenido de las consecuencias económicas derivadas de la existencia de una institución como el fondo[9], el FGDEC desarrolla una doble función a un distinto nivel. En primer lugar, y a un nivel macroeconómico, la existencia del FGDEC estabiliza al mercado del crédito en situaciones de crisis financiera al aminorar el riesgo de reducciones drásticas de las reservas de efectivo, a través tanto de su compromiso de reintegrar el importe total o parcial del depósito en situaciones de insolvencia de la entidad como, y principalmente, a través de la inyección de confianza en el conjunto del sistema bancario producto de su mera existencia. En segundo lugar, y a nivel microeconómico, el FGDEC protege al conjunto de consumidores que hayan contratado depósitos de las consecuencias adversas a sus intereses que se puedan derivar de un contexto con unos costes de información tan elevados como el que representa un mercado tan complejo como es el mercado de crédito.

El origen de una institución como el FGDEC debe ser buscada en los Estados Unidos[10], país que a lo largo del siglo XIX observó cómo hasta 6 estados (entre los que destacaba Nueva York), en el periodo comprendido entre 1829 y 1866, incorporaron a sus legislaciones bancarias primitivos sistemas de garantía de depósitos, precedentes aproximados de lo que en España hoy en día representa el FGDEC. Con el fin de proteger tanto la oferta monetaria como a los clientes de las entidades, se erigían bajo distintas fórmulas normativas estructuras dirigidas a garantizar, sin ningún tipo de limitación cuantitativa en la mayoría de experiencias, el reembolso de los depósitos a sus clientes en caso de incapacidad de la entidad para hacer frente al mismo. Todo ello iba acompañado del reconocimiento, a favor de los diferentes sistemas de garantía, de competencias en materia de supervisión de las entidades a ellos adscritas. Sin embargo, y a pesar de la relevancia indudable de este conjunto de experiencias pioneras, la instauración de un sistema federal de garantía de depósitos que diera cobertura al conjunto de los Estados Unidos se haría esperar ya que no fue hasta 1933 cuando, como consecuencia de la enorme crisis económica y financiera derivada del crack bursátil de 1929 y en un contexto histórico en el que, entre 1930 y 1932, quebraron más de 9.000 entidades de crédito (mayoritariamente bancos comerciales de carácter estatal)[11], se procedió a constituir a nivel federal, y frente a la firme oposición de

(9) *Vid.* SCOTT, K. E./MAYER, T., «Risk and Regulation in Banking: Some Proposals for Federal Deposit Insurance Reform», *Stan. L. Rev*., vol. 23, 1971, pp. 857-902, esp. 858 y ss.

(10) *Vid.* FDIC, *The first fifty years. A history of the FDIC 1933-1983*, Washington, 1983, pp. 19 y ss.

(11) *Vid*. BENSTON, G.J., «Federal Regulation of Banking, Historical Overview», en VV.AA. (KAUFMAN, G./KORMENDI, R., Eds.), «Desregulating Financial Services», Lexington, 1986, pp. 1-41.

la ABA (Asociación americana de banqueros), el Federal Deposit Insurance Corporation (en adelante, FDIC), a raíz de la promulgación en 1933 de la Banking Act, posteriormente profusamente reformada en diferentes ocasiones también en lo referido a esta materia. De acuerdo con esta ley, el FDIC, integrado inicialmente exclusivamente con fondos públicos, procedía a asegurar la restitución de los depósitos de los clientes de cualquier banco estatal que, desde entonces, quedaba integrado en el Sistema de la Reserva Federal realizando las correspondientes aportaciones a su favor.

Desde una perspectiva histórica, la creación del FDIC fue calificada como un verdadero hito en la historia económica norteamericana, hasta el punto de llegar a ser considerada como «el cambio estructural más transcendente del sistema bancario a raíz de las crisis de la década de los 30»(12). Asimismo, y desde el punto de vista monetarista, fueron alabados sus efectos estabilizadores sobre el mercado monetario norteamericano de los años 30, un mercado sujeto a continuas convulsiones y en repetidas ocasiones al borde del colapso(13). La existencia del FDIC, combinada con el final de la gran depresión y la reactivación económica que vivieron los Estados Unidos a partir de 1935, provocó un descenso muy importante en el número de entidades de crédito quebradas, hasta el punto de que en 1934 el número fue de 64 y, a partir de entonces y hasta 1974, no llegó a superar ningún año la decena, imputándose a la existencia del FDIC la mayor parte de responsabilidad en esta proceso de estabilización del mapa bancario norteamericano(14).

2. Estructura y regulación del Fondo en España

Al igual que en los Estados Unidos, la creación en España de un sistema de garantía de los depósitos en las entidades de crédito se realizó en un contexto histórico condicionado por importantes crisis financieras y bancarias. En particular, nos referimos a la profunda crisis económica que asoló nuestro país en la segunda mitad de los años 70 y que rápidamente se instaló en el seno del mercado del crédito, afectando con especial dureza a un número importante de entidades muchas de las cuales acabarían desapareciendo. Fue precisamente en aquella época en la que se produjo la creación de los primeros fondos a raíz de la aprobación de los Reales Decretos de 11 de noviembre de 1977, creadores de los Fondos de Garantía de Depósitos para, respectivamente, cajas de ahorro y bancos, iniciándose de esta manera un proceso de caracterización normativa que se ha extendido hasta nuestros días(15).

---

(12) FRIEDMAN, M./SCHWARTZ, A., *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton, 1963, pp. 434.

(13) A este respecto, *vid*. GOLEMBE, C.H., «The Deposit Insurance Legislation of 1933. An Examination of the Antecedents and its Purposes», *Political Science Quarterly*, vol. 76, 1960, pp. 181-200. Para este economista, la función primordial perseguida con la creación de la FDIC fue la consecución de la estabilidad del mercado monetario, debiendo ser considerada la protección de los depositantes más una consecuencia de la reforma que un propósito perseguido con la misma.

(14) *Vid*. GALBRAITH, J.K., *Money: whence it came, where it went*, Boston, 1975, p. 197.

(15) A este respecto, deben ser destacados los diferentes e importantes trabajos del Profesor FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, pionero en el estudio y análisis de la incipiente figura del FGDEC. Así, *vid.* de este autor «El fondo de garantía de depósitos bancarios», *RDBB*, núm. 1, 1981, pp. 11-77 o, también, «Las crisis bancarias y la crisis del Derecho concursal. Orientaciones de política legislativa en el momento presente», *RDBB*, núm. 11, 1983, pp. 533-552. También, *vid.* IGLESIAS PRADA, J.L./SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Perfiles generales de la crisis en la Banca española

En efecto, lo que en 1977 fue originariamente caracterizado como un instituto sin personalidad jurídica que, integrado en la estructura orgánica del Banco de España, se encontraba destinado exclusivamente a garantizar un importe máximo realmente modesto a los depositantes de las entidades de crédito en estado de quiebra o insolvencia fue progresivamente transformándose mediante sucesivas reformas normativas. Tales reformas no solamente se referían a los límites máximos de la garantía (de 500.000 se pasó a 750.000 pesetas) sino también a los supuestos en los que cada fondo podía actuar, admitiéndose rápidamente la posibilidad de que en casos en los que existiera peligro de insolvencia para la entidad de crédito y concurrieran razones de interés público el fondo pudiese intervenir la entidad con problemas de solvencia(16). En este sentido, el RD de 6 de marzo de 1978 autorizaba al Banco central español a suspender en el ejercicio de sus funciones a los administradores de la entidad en crisis, siendo sustituidos por interventores pertenecientes al propio Banco de España.

La caracterización normativa del fondo continuó a través de distintas normas. En primer lugar, el RD 4/1980, de 28 de marzo, que reorganizó parcialmente el Fondo de Garantía en el sentido de atribuirle tanto personalidad jurídica como un conjunto de competencias destinadas especialmente a evitar que el establecimiento bancario en dificultades pudiera precipitarse en la insolvencia. Ello se lograba mediante la toma de control de la entidad por parte del Banco de España y su posterior saneamiento. Más adelante, el RD 18/1982, de 24 de septiembre, siguiendo la línea trazada por el RD 4/1980, extendió el régimen vigente en materia de garantía de depósitos también a las entidades de crédito con forma de caja de ahorros y sociedad cooperativa de crédito en términos muy similares a los utilizados en relación a los establecimientos bancarios, hecho este que significó la constitución de dos nuevos Fondos de Garantía.

Finalmente, y al margen de la moderada reforma del sistema de Fondos de Garantía que representó el RD 437/1994, de 11 de marzo, centrada casi exclusivamente en los aspectos técnicos relacionados con la forma concreta bajo la que se organizaba la toma de control de las entidades intervenidas(17), el RD 2606/1996, de 20 de diciembre, aprovechando la necesidad de transponer al ordenamiento español la Directiva 94/19/CE (incorporada de forma incompleta por el RDL 12/1995, de 28 de diciembre), procedió a reformar, entre otros, los aspectos relativos a su estructura orgánica o a la tipología de depósitos garantizados, integrando en un único texto normativo la hasta entonces dispersa regulación en esta materia. Desde entonces, y hasta hace poco tiempo, pocas y puntuales han sido las modificaciones operadas en el régimen jurídico de esta institución. Con todo, a lo largo de los dos últimos años, se han producido reajustes y modificaciones relativamente importantes aunque no estructurales en materia de aportaciones y de importes garantizados cuyo origen debe buscarse en la importante crisis en el seno del mercado del crédito español generada a partir

---

contemporánea», *RDM*, 1984, pp. 60 y ss.; GONZÁLEZ CAGIGAS, I., «Los Fondos de Garantía de Depósitos en España», en VV.AA., *Aspectos jurídicos de las crisis bancarias*, Madrid, 1988, p.175 y ss.; DE LA CUESTA RUTE, «Repercusión de la crisis de las empresas bancarias en sus operaciones. En particular, los Fondos de Garantía de Depósitos», en VV.AA., *Contratos Bancarios*, Madrid, 1992, pp. 969 y ss.

(16) *Vid*. art. 3 del citado RD según la nueva redacción aprobada por el D. de 16 de enero de 1978.

(17) A este respecto, *vid.* el trabajo de GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «La reforma del régimen del fondo de garantía de depósitos en establecimientos bancarios», *RDBB*, núm. 55, pp. 669 y ss.

de las profundas convulsiones acaecidas en el sistema financiero mundial desde 2008. Precisamente, en un contexto como el descrito debe ubicarse la unificación bajo la forma de FGDEC de los distintos fondos de garantía de depósitos existentes mediante la aprobación del Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea un único fondo de garantía de depósitos con independencia del tipo concreto de entidad de crédito delante del que nos encontremos. Observemos todo ello a continuación mediante una sintética descripción de las características principales del régimen jurídico del FGDEC.

El FGDEC se erige en el mercado de crédito español en un sujeto de derecho con personalidad jurídica propia y plena capacidad para desarrollar sus fines en régimen de Derecho privado sin sujeción a las normas reguladoras de los organismos públicos, de acuerdo con lo que establece el artículo 3 del RDL 16/2011, real decreto-ley que, a su vez y como consecuencia de la unificación practicada, procede a declarar disueltos los hasta entonces existentes Fondos de Garantía de Depósitos de, respectivamente, las Cajas de Ahorro, los Establecimientos Bancarios y las Cooperativas de Crédito (artículo 2.2). Con relación a las sucursales de entidades de crédito extranjeras que operan en España el artículo 5.2 se remite al correspondiente desarrollo reglamentario, desarrollo que actualmente debe buscarse en el apartado 2 del artículo 5 del RD 2606/1996 (norma aún vigente en lo que no se oponga al RDL 16/2011, según dispone la Disposición transitoria primera de este último), y que se fundamenta en una distinción entre las sucursales de entidades de crédito comunitarias (respecto las que se admite un modelo de adhesión optativa) y las no comunitarias, en las que la obligatoriedad opera en función de si existe o no cobertura en el país de origen, así como la forma y alcance concreto que adopta la misma.

Con la efectiva desaparición de la diversidad de fondos de garantía hasta el momento existente, el régimen jurídico en vigor es idéntico a todas las entidades de crédito. En materia de gestión y representación, la administración del FGDEC corresponde a una comisión gestora, regulada en el artículo 7 del RDL 16/2011, integrada por 12 representantes nombrados por el Ministro de Economía y Hacienda de los cuales seis serán designados por el Banco de España y seis en representación de las asociaciones representativas de las entidades de crédito adheridas al fondo, encontrándose detallados en el mismo artículo 7 los criterios que ordenan la selección de los respectivos miembros de la comisión gestora así como las características fundamentales de funcionamiento de la misma.

Patrimonialmente, los fondos se dotan, según establece el artículo 6 del RDL 16/2011, a partir de aportaciones anuales de hasta un 3 por mil de los depósitos acumulados, de acuerdo con la reforma operada en el artículo 6.3 del RDL 16/2011 por el RDL 19/2011, de 2 de diciembre (aprobado apenas un mes y medio después del primero). Además de las aportaciones, el FDEC se nutrirá también, en segundo lugar, de las derramas que se puedan realizar empleando las mismas bases de cálculo utilizadas para determinar las aportaciones anuales y, en tercer lugar y como novedad introducida por la citada reforma operada por el RDL 19/2011, de los recursos captados mediante los mercados de valores, préstamos u otras operaciones de endeudamiento. En este contexto, y con relación a las aportaciones, fuente fundamental de recursos del FGDEC, interesa subrayar cómo en la misma línea de anteriores regulaciones en materia de garantía de depósitos, el importe concreto de las mismas resulta de la aplicación de un determinado sistema de cálculo: el acabado de referir porcentaje de hasta un 3 por mil, idéntico para todas las entidades y calculado sobre el vo-

lumen total de los depósitos sujetos a garantía de la entidad a final del ejercicio[18]. De lo dicho, y hasta la aprobación del RD 771/2011, de 30 de junio, objeto de atención en el último apartado de este trabajo, se deducía un hecho profundamente revelador de la perspectiva bajo la que nuestro ordenamiento jurídico enfocaba la garantía de los depósitos. Nos referimos a que, en materia de aportaciones al Fondo, el criterio determinante en el cálculo de las mismas es el tamaño de la entidad adscrita, un tamaño medido en función del volumen de los depósitos por ella acumulados. Por lo tanto, podemos concluir que, a mayor tamaño de la entidad, mayor será su contribución al fondo (y a la inversa), siendo éste, el tamaño, la variable principal alrededor de la cual ha girado exclusivamente el cálculo y determinación de las aportaciones y derramas a favor del fondo desde su creación.

El sistema de aportaciones descrito contempla la posibilidad de revisar a la baja el importe de las cantidades a ingresar al FGDEC, por ejemplo, mediante una reajuste a la baja de los porcentajes o coeficientes de cálculo en función del volumen efectivo de los recursos acumulados por fondo y la suficiencia de los mismos relación a la consecución de sus objetivos[19]. Igualmente, como ya hemos dicho, si fuera necesario producto de situaciones deficitarias, la Comisión gestora del Fondo (artículo 7.5 del RDL) podrá acordar mediante una mayoría cualificada de dos tercios de sus miembros la realización de derramas. El patrimonio del FGCEC, en la parte que no esté comprometida, deberá necesariamente encontrarse invertido en valores de deuda pública u otros activos de bajo riesgo y elevada liquidez. El incumplimiento del régimen de aportaciones y derramas faculta la exclusión del Fondo de la entidad incumplidora de la garantía de acuerdo con lo que ordena el artículo 5.3 del RDL 16/2011. Con relación al objeto de garantía, el artículo 4 del RD 2606/1996 procede a practicar una delimitación en positivo y en negativo de los depósitos garantizados. De esta manera se considerarán en términos generales depósitos garantizados los saldos acreedores mantenidos en cuenta con independencia de la moneda objeto de los mismos siempre y cuando estén constituidos en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea. El importe máximo garantizado, según dispone el artículo 10 del RDL 16/2011 de acuerdo con lo que ya estableció en su momento el RD 1642/2008, de 10 de octubre, queda fijado en 100.000 euros y en ningún caso se considerarán depósitos garantizados los depósitos realizados por otras entidades de crédito por cuenta propia así como los realizados por otras entidades financieras, distintas de las de crédito, listadas en el artículo 4.4 del RD 2606/1996 (*v. gr.* empresas de inversión, entidades aseguradoras…, etc.).

De manera adicional, y como complemento a la función de garantía ordenada en el Título II del RDL 16/2011, su Título III procede a regular la forma concreta bajo la cual el fondo procederá desarrollar la segunda de las grandes funciones que justifican su existencia: la función de refuerzo de la solvencia de las entidades de crédito. A este respecto, los artículos 11 y ss. del RDL contemplan la posibilidad de que el FGDEC pueda adoptar medidas preventivas y de saneamiento (descritas en el artículo 13) tendentes a facilitar la via-

(18) A este respecto, *vid*. la Circular 4/2001, de 24 de septiembre, del Banco de España dedicada a desarrollar las cuestiones técnico-contables en materia de estructura de las bases de cálculo a emplear en la determinación de las aportaciones.

(19) Un revelador ejemplo de todo ello lo representó en su momento la ya derogada Orden EHA/3515/2009 del Ministerio de Economia y Hacienda mediante la cual se procedió a reajustar a la baja el importe de las aportaciones al Fondo de Garantía de las Cajas de Ahorro.

bilidad de la entidad de crédito que se encuentre en situación de crisis. Ello se realizará en el marco de un plan de actuación acordado por la entidad y aprobado por el Banco de España. En cualquier caso, al adoptar estas medidas el fondo deberá tener en cuenta siempre el coste financiero de las mismas teniendo como referente el coste que depararía el pago efectivo de los importes garantizados. En este coyuntura, debemos remitirnos al contenido del RDL 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración ordenada bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. Y es que en el contexto de profunda convulsión financiera acaecida desde 2008[20], este Real Decreto-ley procedió a crear el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (en adelante FROB) con el fin de hacer frente en España al potencial riesgo sistémico que se cernía sobre el sistema bancario. El FROB, administrado por una comisión gestora integrada por 8 miembros (5 representantes del Banco de España y 3 representantes del FGDEC) está dotado con recursos públicos procedentes tanto de los distintos fondos de garantía como de los presupuestos generales del Estado. Su función específica consistía en adoptar todas aquellas medidas necesarias para hacer frente a las situaciones críticas de las entidades de crédito que cuestionen su viabilidad, siendo necesario iniciar un proceso de reestructuración. Pues bien, precisamente en el sentido de concretar la función específica del FGDEC en los procesos de adopción de medidas de apoyo a la reestructuración y el reforzamiento de los recursos propios de una entidad, el artículo 12 del RDL 16/2011 autoriza a la comisión gestora del FGDEC a realizar cualquiera de las actuaciones previstas en el artículo 13 del mismo RDL 16/2011 en el marco del correspondiente plan aprobado por el Banco de España de acuerdo con alguno de los supuestos previstos en el artículo 7.1 del RDL 9/2009. Igualmente, el mismo artículo 12 del RDL 16/2011 también prevé la posibilidad de que el FGDEC pueda actuar en los términos del artículo 13 en aquellos supuestos previstos en el artículo 9 del RDL 9/2009. De todo ello se deduce la voluntad clara de desplazar sobre el patrimonio del FGDEC y, por lo tanto, del conjunto del sector de las entidades de crédito, los costes derivados de los procesos de adopción no solamente de medidas preventivas y de saneamiento sino también de reestructuración y recapitalización de las entidades en crisis.

Una vez caracterizadas tanto las funciones como la estructura y régimen jurídico fundamental de la institución, interesa ahora analizar de manera detenida los problemas y disfunciones que una estructura con las características de la descrita puede proyectar sobre el conjunto del mercado de crédito, así como las posibles alternativas existentes, algunas de las cuales ya se están empezando a concretar, con tal de minimizar, cuando no eliminar, las consecuencias derivadas de aquellos problemas que, en forma de distorsiones e incentivos contradictorios, pueden llegar a devaluar la virtualidad que una institución como el FGDEC ha ido acumulado a lo largo de sus distintas etapas. En este contexto, debemos dejar claro que no perseguimos cuestionar la existencia misma de una figura cuya utilidad en el seno del sistema financiero español se ha encargado de demostrar su ya dilatada historia. Sin embargo, una vez analizados, por un lado, los principios sobre los que se erige el sistema de supervisión del mercado del crédito y, por otro lado, los criterios bajo los que

(20) Un análisis detallado y crítico acerca de las posibles alternativas al estado de crisis internacional de aquel periodo podrá encontrarse en los diferentes estudios que, con carácter prácticamente monográfico, se ocuparon de esta cuestión en el número 115 de la *RDBB*, 2009, pp.133-177, reproduciendo algunas de las intervenciones que tuvieron lugar en el desarrollo de la mesa redonda que, bajo el título *Crisis financiera internacional: la respuesta española*, se celebró el día 20 de febrero de 2009 en la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense.

se organiza la existencia y funcionamiento de los fondos de garantía y, particularmente, el sistema de aportaciones que los nutren, consideramos que algunos aspectos del sistema normativo ordenador del FGDEC generan disfunciones importantes en el proceso de consecución de unos mercados crediticios más eficientes en los que se estimulen e incentiven las conductas dirigidas a la mejor gestión del riesgo.

IV. LA AUSENCIA DEL FACTOR RIESGO EN LA ORGANIZACIÓN DE LA GARANTÍA DE LOS DEPÓSITOS. PROBLEMAS Y ALTERNATIVAS

Después de describir las características fundamentales del régimen jurídico regulador del FGDEC en España, se hace visible un interrogante acerca de las razones por las cuales se ha prescindido históricamente del criterio riesgo en la organización del fondo y, particularmente, en la regulación del sistema de cálculo de las aportaciones salvando la reforma puntual representada por la aprobación del RD 711/2011 y la genérica referencia sobre esta materia que realiza la Disposición transitoria segunda del RDL 16/2011, a las que luego nos referiremos. Este interrogante se hace aún mayor después de haber observado a lo largo del segundo apartado de este trabajo que este mismo criterio, el relacionado con el perfil de riesgo asociado a una determinada entidad de crédito, se erige en una variable fundamental en el proceso de planeamiento y ejecución de las políticas normativas ordenadoras de la supervisión bancaria llevadas a cabo sobre nuestro mercado del crédito, ocupando en este particular contexto un significativo lugar la Circular 3/2008, de 22 de mayo, cuyo contenido se encuentra precisamente dedicado en gran parte a ordenar en sus capítulos 4 a 9 los sistemas de supervisión y cálculo del riesgo asociado a la estructura y actividad de cada entidad.

Como ya pusimos de manifiesto anteriormente, de la lectura del artículo 6.3 del RDL 16/2011, encargado de establecer los principios sobre los cuales se organiza el sistema de cálculo y determinación del importe de las aportaciones a realizar a favor del FGDEC por parte de las distintas entidades a él adheridas, se concluye que el tamaño de la entidad (establecido de acuerdo al volumen total de depósitos acumulados por ella) se sigue erigiendo en el criterio rector que guía el conjunto del sistema de cálculo de las aportaciones. De esta manera, en términos generales podemos afirmar de nuevo que, a mayor tamaño, mayor aportación al fondo. A pesar de que no nos parece el mejor punto de partida, esta regla podría tener cierta lógica si estuviera acompañada por alguna otra que permitiese repercutir de alguna manera en el importe de la aportación el riesgo asociado a la actividad de la entidad cuya aportación se calcula. Todo ello como consecuencia de que es el riesgo en mayor medida que el tamaño el criterio que mejor explícita y sintetiza las posibilidades de que la entidad en cuestión tenga que hacer uso del sistema de garantía representado por la existencia del FGDEC.

Prescindir del factor riesgo no es un hecho irrelevante y lo cierto es que históricamente se ha prescindido siempre de este factor, salvando la excepción de limitado alcance ya señalada representada por la reforma operada por el RD 771/2011. Todo ello en beneficio del factor volumétrico como criterio de referencia en la ordenación del proceso del cálculo y determinación del importe de la aportación a realizar por parte de cada entidad de crédito al fondo para gozar así de su cobertura, sea en forma de garantía de los depósitos constituidos

en la entidad, sea en forma de recapitalización y saneamiento de la entidad en situación de crisis de solvencia. Como ya sabemos, al amparo de la experiencia que nos proporciona la práctica en el ámbito del Derecho de los seguros, en contextos como el que nos ocupa el problema del azar moral se manifiesta con especial singularidad, y las consecuencias que se derivan de su existencia no son en absoluto inocuas para el buen funcionamiento del sistema de garantía de depósitos ni, sobre todo, para el buen funcionamiento del mercado del crédito, pues los incentivos que se generan fruto de su existencia no son precisamente positivos[21]. Y es que, prescindiendo o infraponderando el factor riesgo y tomando partido por el criterio tamaño referenciado al volumen de depósitos contratados por la entidad, se sientan las bases para que tanto las entidades depositarias como también los clientes depositantes desarrollen conductas y estrategias no precisamente afines a lo que cabría entender como una correcta gestión del riesgo. Con relación a las entidades, éstas gozan de poderosos incentivos para incurrir en conductas y estrategias inversoras más arriesgadas. Ello se debe a que al FGDEC le es indiferente el perfil de riesgo asumido por la entidad en lo que se refiere al cálculo de las aportaciones, siendo éstas determinadas fundamentalmente en función de su tamaño. El problema del azar moral se hace así aún más evidente en la medida que la entidad es sabedora de que, con independencia del tipo y volumen de riesgos por ella asumidos, contribuirá en los mismos términos que el resto de entidades al fondo, gozando igualmente del auxilio de éste si fuese necesario, siendo este hecho especialmente relevante debido a que, a mayor número de problemas de solvencia acumulados por las entidades, mayor número de incentivos desarrollan éstas para incurrir en inversiones con un nivel de riesgo asociado alto, sin que ello tenga consecuencia alguna en términos de aportación al FGDEC.

A su vez, en lo que se refiere a los clientes depositantes, el problema del azar moral también se manifiesta en la medida en que éstos concurren al mercado crédito en un contexto en el que al saber que, independientemente del hecho de a qué entidad confíen sus ahorros, éstos estarán garantizados hasta un importe muy importante (como hemos dicho, actualmente 100.000 euros en España, cifra ésta que, desde el 31 de diciembre de 2010, está vigente en todos los Estados miembros de la UE [22]) se desincentiva el desarrollo de una actitud crítica e informada en el proceso de análisis de las ofertas que recibirán por su dinero, hecho que se agrava si añadimos a todo ello los elevados costes de información asociados a un mercado con las características del de crédito.

Afortunadamente, el sistema de supervisión aminora, aunque no los elimina absolutamente, los incentivos de las entidades para incurrir en conductas arriesgadas. Todo ello bajo el influjo que proporciona la acción que está llamada a desplegar el Banco de España en el ejercicio de sus competencias, una acción supervisora, recordémoslo, influida de manera muy decisiva por el contenido de la Circular 3/2008 y la necesidad, omnipresente a lo largo de esta norma, de controlar el riesgo asociado a cada entidad. En un contexto como el descrito, es difícilmente cuestionable que lo que se debiera erigir en una armónica relación de complementariedad y recíproca implementación entre ambos sistemas (el sis-

(21) A este respecto, *vid.* TORRERO MAÑAS, A., *La crisis del sistema bancario: lecciones de la experiencia de los Estados Unidos,* Madrid, 1993, pp. 122 y ss.

(22) *Vid.* art. 1.3 de la Directiva 2009/14/CE, por la que se modifica la Directiva 94/19/CE en materia de nivel de cobertura y plazo de pago de los sistema de garantía de depósitos.

tema de supervisión y el sistema de garantía de depósitos representado por el FGDEC) en la práctica dista mucho de serlo al encontrarse guiados por criterios distintos, cuando no contradictorios, en detrimento de la coherencia y eficiencia deseables en el seno del mercado del crédito así como el sistema normativo encargado de regularlo. Este hecho acaba dificultando una adecuada gestión global del riesgo en aquel mercado, siendo todo ello especialmente paradójico en caso de encontramos delante de una entidad de crédito grande o muy grande en términos de volumen de depósitos contratados y con un perfil de riesgo asociado a su actividad medio-bajo o bajo, que acabará por aportar al fondo más de lo que debiera si el cálculo se realizara de acuerdo con su perfil de riesgo y no con el tamaño de su cartera de depósitos, con la penalización que ello representa sobre el desarrollo de su actividad, por ejemplo, en términos de capitalización y recursos propios.

Este tipo de valoraciones no son en absoluto novedosas. A nivel mundial, el grupo de trabajo de Finantial Stability Forum (en adelante, FSF) con sede en Basilea ya puso de manifiesto, en un informe del año 2000 dedicado a analizar la estructura de los sistemas de garantía de depósitos[23], los problemas de azar o riesgo moral que se pueden derivar de determinados modelos de cobertura de depósitos que responden a características muy similares a las del sistema español. A este respecto, el grupo de trabajo del FSF se pronunció a favor de los modelos que pusiesen límite a los problemas de azar moral sin que ello afectara o condicionara los beneficios asociados a la existencia de los sistemas de garantía. Este objetivo se conseguiría mediante la utilización de distintas herramientas entre las que destacaba por encima de todas la relativa a la repercusión en el sistema de aportaciones de la prima de riesgo asociada a cada entidad en función de su perfil. Esta medida podía ir acompañada de otras como, por ejemplo, las referidas a la mejora los sistemas de responsabilidad de los administradores de las entidades de crédito o a la mejora de los sistemas de supervisión de las entidades, garantizando una correcta capitalización por su parte.

Las reflexiones y advertencias que a nivel mundial ha planteado el FSF acerca de los riesgos asociados al azar moral derivado de la existencia de sistemas de garantías de depósitos también se han proyectado a nivel de la Unión Europea. Así, por ejemplo, en su Comunicación 2009/C 195/04 sobre las medidas de reestructuración del sector financiero y las ayudas estatales, la Comisión Europea hizo explícitos sus temores acerca de las consecuencias que la actual situación de crisis podría tener en términos de azar moral, producto del aumento exponencial de las ayudas públicas a las entidades (sea a través de los sistemas de garantía ortodoxos sea a través de nuevas figuras creadas *ad hoc* en una coyuntura de emergencia financiera y política), unas ayudas que, producto de su carácter indiscriminado e ingente, pueden llegar a deteriorar el estado de las finanzas públicas, falsear la competencia en los mercados financieros y, lo que seguramente es más peligroso, desincentivar la gestión racional de los riesgos asociados al desarrollo de la actividad empresarial por parte de la entidades receptoras de las mismas[24]. A este respecto, un ejemplo revelador del escenario al que pueden acabar conduciendo los desajustes y las contracciones (a veces cercanas al absurdo) entre los criterios que ordenan, por un lado, el sistema de supervisión y, por otro, la organización del sistema de fondos de garantía de depósitos, lo encarna

(23) *Vid.* FSF, *Working Group on Deposit Insurance, Background Paper*, Basilea, 2000, pp. 2 y ss.

(24) A este respecto, *vid*. pp. 13 y ss. de la citada comunicación.

la publicación con pocos meses de diferencia de, por un lado, el RDL 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración y ordenación bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito y, por otro lado, la hoy ya derogada Orden del Ministerio de Economía y Hacienda EHA/3515/2009, de 29 de diciembre. Con anterioridad, ya nos hemos referido por separado a ambas normas analizando la influencia que en su momento tuvieron en el régimen regulador de los fondos. Contrastemos a continuación su contenido concreto, deteniéndonos a reflexionar acerca de lo que se deduce de su estudio conjunto.

En primer lugar, el citado RDL, como ya indicamos anteriormente, procedió a crear y regular el FROB, dotándolo de un importantísimo volumen de recursos provenientes en mayor medida de los Presupuestos Generales del Estado pero también, en una porción nada despreciable (inicialmente 2.250 millones de euros, luego ampliados) de las arcas de los distintos Fondos de Garantía de Depósitos entonces existentes. Todo ello se hacía con carácter de suma excepcionalidad, producto de la extraordinaria coyuntura existente en los mercados financieros europeos a lo largo de aquellos meses a fin y efecto de hacer frente al creciente riesgo sistémico sobre el mapa de entidades de crédito. Pues bien, 6 meses después, en un contexto en el que la tormenta financiera poco o nada había amainado, el Ministerio de Economía promulgó la Orden EHA/3515/2009, en cuyo escueto contenido se limitaba a disponer una rebaja del 50% de las aportaciones de las Cajas de ahorro a su respectivo Fondo de Garantía. Ello se fundamentaba, en primer lugar, en la facultad que en este sentido, y a favor del Ministro de Economía y Hacienda, reconocía el artículo 3 del RD 2602/1996, en segundo lugar, en la situación patrimonial alcanzada por el Fondo de Garantía y, en tercer lugar, en las perspectivas del sector. Recordemos a este respecto que el sector no era otro que el de las Cajas de Ahorros o, lo que es lo mismo, la tipología de entidad de crédito con un perfil de riesgo, en términos sectoriales, más elevado expuesta, a su vez, con especial vulnerabilidad, al creciente riesgo sistémico experimentado en el conjunto de economías occidentales y, particularmente, la europea[25].

Como ya ha sido abordado con detenimiento[26], un contexto de crisis sistémica no puede ser resuelto mediante la exclusiva utilización de los sistemas de garantía de depósitos, siendo además un error diseñarlos exclusivamente para resolver *ex post* este tipo de crisis, una crisis que probablemente requiere de la creación de estructuras o instituciones nuevas o extraordinarias. En cualquier caso, y más allá de las necesarias decisiones políticas, lo que pretendemos poner de manifiesto es que resulta reveladora la utilización que se hizo en aquel momento del fondo de garantía y muy particularmente del sistema de cálculo de las aportaciones, una utilización que desnaturalizaba de manera harto relevante el sentido y función de la institución, haciendo evidentes algunas de las distorsiones y deficiencias acabadas de apuntar. Y es que, mientras en un lado se creaba un fondo especial para hacer frente a una eventual crisis sistémica en el sector de las entidades de crédito, por otro lado se dictaba una norma encargada de rebajar sustancialmente el esfuerzo de las Cajas en términos de aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos, es decir, las entidades más vulnerables a la crisis latente producto precisamente de haber incurrido en un perfil de

(25) A este respecto, *vid*. el Informe de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo de 12 de julio de 2010 COM(2010)369 final, relativo a la revisión de la normativa comunitaria en materia de sistemas de garantía de depósitos, pp. 2 y ss.

(26) *Vid.* SCOTT/MAYER, *Risk and Regulation…,* cit., pp. 864 y ss.

riesgo elevado. Por lo tanto se utilizaban los Fondos de Garantía existentes para resolver un problema que de manera paradójica, y por otro lado, la normativa reguladora de los fondos en materia de cálculo de las aportaciones estaba alentando.

Las valoraciones que se derivan de esta secuencia de hechos no son positivas, agravándose todo ello aún más si cabe cuando se observa lo poco complicado y costoso que se nos presenta la gestión del problema de azar moral a la luz de los últimos avances en materia de análisis y calificación del riesgo (acometidos por ejemplo en seno del Banco de España y su Circular 3/2008, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, de 22 de mayo, en el proceso de implementación, a través de la transposición de la normativa europea más arriba citada(27), de Basilea II y que se encuentra en proceso de ampliación al albor de la implementación efectiva de Basilea III). Y es que una parte muy importante del riesgo asociado a la situación de azar moral descrita quedaría en buena medida desactivada si se corrigiesen los principios de los que parte el sistema de cálculo de las aportaciones mediante, por ejemplo, la incorporación del factor riesgo al amparo de los resultados y calificaciones proporcionadas por la actividad de supervisión ya realizada por el Banco de España sobre cada una de las entidades en términos de perfil riesgo de conformidad con lo establecido en los capítulos 4 a 9 de la Circular 3/2008. Todo ello acabaría redundando en un sistema de primas o aportaciones variables a los respectivos fondos en función ya no exclusivamente del factor tamaño sino también del factor riesgo, dotando al conjunto del sistema regulador del mercado del crédito de mayor coherencia y solidez así como una mayor coordinación entre los diferentes ámbitos reguladores que lo integran.

A lo dicho se debe añadir que las propuestas de incorporar al factor riesgo en el proceso de cálculo y determinación de las correspondientes aportaciones al FGDEC no son nuevas(28), aunque tampoco son especialmente nuevos los posicionamientos contrarios a aquella incorporación producto de una presunta complejidad y elevado coste asociados a la determinación del perfil de riesgo de cada una de las entidades adscritas al sistema de garantía(29). Como vimos al inicio del trabajo, actualmente la presunta complejidad ha sido desmentida o solventada a raíz del avance en la creación e implementación de variadas técnicas de análisis y calificación del riesgo que los organismos rectores de los mercados del crédito (a nivel nacional, el Banco de España) han ido incorporando progresivamente en la ordenación de sus funciones de supervisión de los mercados en el preciso contexto que delimitó el Acuerdo de Basilea II y que Basilea III define con mayor nitidez. En una

---

(27) *Vid*. *supra*, nota 5.

(28) A este respecto, por ejemplo, *vid*. HORVITZ, P.M., «The Case against Risk-Related Deposit Insurance Premiums», *Housing Finance Review*, núm 3, vol. II, 1983, pp. 253 y ss., o, también, ISAAC, W.M., «International Deposit Insurance Systems», *Issues on Bank Regulation*, vol. 8, pp. 76 y ss. *Vid.* también MERTON, R., «An Analytic Derivation of the Cost of Loan Guarantees and Deposit Insurance: An Aplication of Modern Option Pricing Theory», *Journal o Banking Finance*, núm. 1, 1977, pp. 3 y ss. Más recientemente también es destacable el trabajo de SIRONI, A. / ZAZZARA, C., «Applying Credits Risk Models to Deposits Insurance Pricing: Empirical Evidence from the Italian Banking System», *Journal of International Banking Regulation*, 6(1), 2004, pp. 10 y ss.; o el informe de junio de 2009 del Centro Común de Investigación de la Unión (CCI) «Possible models for risk-based contributions to EU Deposit Guarantee Schemes», que se puede encontrar en <http://ec.europa.eu/internal_market/bank/guarantee/index_en.htm>.

(29) *Vid.* FDIC, *Deposit Insurance in a Changing Environment*, Washington, 1983, p. 76. También, *vid.* GUTTENTAG, J. / HERRING, R., «The insolvency of Financial Institutions: Assessment and Regulatory Disposition», en VV. AA., *Crises in the economic and Financial Structure* (WATCHEL, P., Ed.), Lexington, 1982, pp. 99-126, esp. p. 115.

coyuntura como ésta, no parece razonable seguir oponiéndose a la incorporación plena del factor riesgo en el sistema de cálculo y determinación de las aportaciones puesto que sus costes (unos costes muy moderados si los analizamos en términos de economía de escala) se compensan con creces con los beneficios que reportaría desactivar, minimizándolo, el problema del azar moral consiguiendo, a su vez, reforzar los niveles de solidez y coordinación entre los distintos ámbitos que integran el modelo normativo regulador de los mercados del crédito. Un ejemplo de todo ello lo encarna la propuesta de Directiva de 12 de julio de 2010, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, así como, a un nivel más limitado y puntual, la modificación en nuestro país del sistema de cálculo de las aportaciones a los fondos operado por el RD 771/2011. A ambos casos nos referimos a continuación.

V. LA REESTRUCTURACIÓN DEL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO EN TORNO AL FACTOR RIESGO

La relevancia del factor riesgo en los procesos de ordenación normativa de los sistemas de garantía de depósitos se puso de especial manifiesto a nivel europeo con la publicación con fecha de 12 de julio de 2010 de la propuesta de Directiva relativa a los sistemas de garantía de depósitos[30] planteada por la Comisión Europea y avalada por el Banco Central Europeo en su dictamen de 16 de febrero de 2011[31]. Esta propuesta, actualmente en fase de tramitación, plantea refundir las principales normas comunitarias en esta materia abogando por una profunda reforma en materia de garantía de depósitos partiendo de una valoración muy crítica de la estructura fragmentaria y poco coordinada de este sistema a nivel de la Unión con las consecuencias que todo ello deparó en forma de desconfianza de los depositantes e inestabilidad financiera a lo largo de los críticos acontecimientos que aún azotan las economías de los estados miembros desde 2008.

Partiendo del hecho de que la reforma de urgencia operada por la Directiva 2009/14/CE, en materia de cobertura y plazo de la garantía, contenía una cláusula que preveía una revisión profunda de todos los aspectos relacionados con la estructura y funcionamiento de los mas de 40 sistemas de garantía de depósitos vigentes en la Unión (3 de ellos españoles), la Comisión europea inició un proceso a partir de su Comunicación de 4 de marzo de 2009 que bajo el título «Gestionar la recuperación europea»[32], entre otras cuestiones, planteaba abiertamente reforzar los sistemas de garantías de depósitos de los estados miembros mediante la adopción de todas las reformas legislativas que fueran pertinentes. En este sentido, y en el marco de un proceso que recurrió a una consulta pública entre los todos los operadores afectados entre el 29 de mayo y el 27 de julio del 2009[33] y al asesoramiento externo por parte de diferentes expertos que fructificó en diferentes informes del Centro Común de Investigación (CCI)[34], que se sumaron a los que ya había realizado en 2008 el

(30) *Vid.* COM(2010) 368 final.

(31) *Vid*. Diario Oficial de la Unión Europea de 31 de marzo de 2011.

(32) COM(2009) 114.

(33) *Vid.* <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/deposit_guarantee-schemes_en.htm>.

(34) *Vid.* <http://ec.europa.eu/internal_market/bank/guarantee/index_en.htm>.

Foro Europeo de Fondos de Garantía de Depósitos (EFDI)[35], la Comisión planteó con esta propuesta una refundición de la normativa preexistente con vistas a implementar a largo plazo una estrategia, descrita con precisión en el Informe de la Comisión que acompaña la propuesta[36], dirigida a la consecución de un sistema paneuropeo de garantía de depósitos y en la cual, y como primer paso, figura el establecimiento a medio plazo de una red de sistemas de garantía a nivel de la Unión que exige que con carácter previo se alcance una coordinación entre ellos, hoy en día inexistente, en términos de organización y funcionamiento, coordinación que exige a su vez un proceso de homologación de sus principios rectores perseguida precisamente a través de esta propuesta de directiva.

En particular, y más allá de cuestiones operativas relacionadas, por ejemplo, con el funcionamiento práctico de la cobertura, la Propuesta de Directiva de 12 de julio de 2010 proyecta explícitamente en su considerando 24 que el sistema de contribuciones a los sistemas de garantía de depósitos deban tener en cuenta el grado efectivo de riesgo asumido por las entidades a él adscritas. Todo ello a fin y efecto de poder repercutir en las correspondientes aportaciones el perfil de riesgo de las entidades adscritas desactivando los riesgos derivados del azar moral y proporcionando incentivos para operar con arreglo a modelos de negocio equilibrados. Para ello, la propuesta se vale de dos anexos que integran las definiciones, métodos y fórmulas a emplear para proceder a gestionar el riesgo asociado a cada entidad a efectos de calcular las aportaciones a realizar en favor del correspondiente fondo de garantía. A este respecto, el Anexo I de la propuesta se ocupa de una cuestión metodológica y procede a describir el sistema de fórmulas matemáticas que deberán ser empleadas en el proceso, dedicándose el Anexo II a describir específicamente los indicadores, puntuaciones y ponderaciones que se tomarán de referencia en la implementación las variables presentes en las respectivas fórmulas de cálculo basadas en el riesgo. En todo este proceso el artículo 9 de la propuesta prevé que desarrolle una función preponderante la Autoridad Bancaria Europea que, en el ejercicio de las competencias que en esta materia le reserva el Reglamento ordenador de la misma[37] y, específicamente, su artículo 26, deberá reforzar el sistema europeo de sistemas nacionales de garantía de depósitos mediante, entre otras acciones, la elaboración de normas técnicas de regulación y ejecución.

En referencia al segundo de los casos que queremos abordar, el referido específicamente al ordenamiento jurídico español, los primeros pasos en el sentido de incorporar al factor riesgo como principio activo en la organización del sistema de garantía de depósitos, a pesar de ser modestos por limitados y difusos, se han empezado a dar. El ejemplo de ello lo representa la aprobación del RD 771/2011[38], por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, así como el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito. Y es que con el fin, expresamente formulado en la exposición de motivos de esta norma, de desarrollar por primera vez en nuestro país, y en línea con los

(35) *Vid.* <www.efdi.eu>.

(36) *Vid.* COM(2010) 369.

(37) *Vid.* Reglamento UE n.º 1093/2010, de 24 de noviembre, por el que se crea la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea).

(38) *Vid.* corrección de errores publicada en el BOE de 20 de agosto de 2011, p. 93169.

trabajos de la Comisión Europea sobre esta materia, un sistema de aportaciones a los fondos de garantía de depósitos de las entidades que tome de referencia en algunos aspectos de su funcionamiento el riesgo asumido por las entidades, la reforma operada procede a exigir contribuciones adicionales al FGDEC a las entidades que remuneren sus depósitos, a plazo o a la vista, más allá de los límites establecidos normativamente. Por lo tanto, la reforma procede a penalizar en términos de importe de la aportación al FGDEC a aquellas entidades que retribuyan los depósitos de sus clientes más allá de un determinado umbral que vendría a señalar la frontera entre una oferta arriesgada y una oferta que no lo es.

En este sentido, la disposición final del Real Decreto 77/2011, desarrollada por la Circular del Banco de España 3/2011, de 30 de junio, procedió a modificar el RD 2606/1996 para a añadir dos nuevos apartados, 2 bis y 2 ter, a su artículo 3 con el fin de aumentar los porcentajes de contribución de las entidades a sus respectivos fondos de garantía con relación a aquellos depósitos remunerados a plazo o a la vista que superen determinadas retribuciones establecidas en el apartado dos bis. En particular, en caso de depósitos a plazo e instrumentos de naturaleza similar o que cumplan idéntica función económica, el umbral de referencia se basa en que la remuneración pactada exceda en más de 150 puntos básicos al Euribor medio a tres meses de interés anual, si se conciertan por plazo igual o inferior a tres meses, en más de 150 puntos básicos al Euribor medio a seis meses si lo son por plazo superior a tres meses e inferior a un año o en más de 100 puntos básicos al Euribor medio a doce meses si lo son por plazo igual o superior a un año. En el caso de depósitos disponibles en cuentas a la vista, el umbral de referencia se basa en que la remuneración pagada en la liquidación periódica de la cuenta exceda en más de 100 puntos básicos al Euribor medio a un mes de interés anual. A este respecto, los importes de los depósitos cuya remuneración pactada exceda los límites acabados de referir se ponderarán en un 500% a los efectos del cálculo de las aportaciones de las entidades adheridas al FGDEC. El exceso que suponga dicha aportación sobre la que sería aplicable de no concurrir las circunstancias del apartado anterior, se ingresará trimestralmente en la cuenta del fondo. También trimestralmente, las entidades comunicarán al FGDEC el importe total de sus depósitos a plazo cuya remuneración exceda de los límites citados y de los saldos de cuentas a la vista liquidados con una remuneración superior al límite aplicable. A estos efectos, se entenderá que el exceso de los depósitos a plazo se mantiene durante la totalidad del plazo pactado.

A pesar de ser dos ejemplos de incuestionable relevancia, la propuesta de directiva de la Comisión Europea y la reforma operada por el RD 771/2011 tienen muy distinto alcance y no solamente debido a que la primera representa solamente un proyecto de reforma y la segunda se erige en una modificación aprobada ya vigente. Mientras que la propuesta de Directiva persigue la consecución a nivel de la Unión Europea de un cambio global en la manera de enfocar la garantía de depósitos que integre plenamente el elemento riesgo en su estructura, procediendo a una detallada descripción del significado sustantivo y metodológico del mismo en sus Anexos I y II, la reforma que en España ha representado la aprobación del RD 771/2011, sin dejar de ser relevante y significativa, no deja de tener un alcance puntual o limitado del que no se puede deducir por el momento un cambio sustancial en la manera de enfocar la garantía de depósitos en nuestro país. Y es que a pesar de la voluntad, explícita en la exposición de motivos, de situar la normativa española en materia de garantía de depósitos al albor del cambio de tendencia que está impulsando la Comisión Europea y cuyo ejemplo más palmario es la propuesta de directiva que acaba-

mos de abordar, lo cierto es que la reforma aprobada tiene un alcance modesto y limitado exclusivamente al ámbito de la actividad de las entidades de crédito vinculada a la oferta y contratación de depósitos bancarios o, lo que es lo mismo, obviando a efectos de calcular las aportaciones al fondo el riesgo asociado a toda aquella actividad de la entidad distinta de la relacionada con la contratación de depósitos. Por otro lado, la reforma operada no profundiza excesivamente en el significado concreto y alcance del riesgo, más allá de identificarlo automáticamente y de manera cuestionable con todas aquellas ofertas de depósitos a plazo o la vista que superen un determinado nivel de retribución con independencia de que la situación financiera de la entidad oferente le permita optar por esta estrategia comercial en el específico ámbito del mercado de los depósitos (por ejemplo, con fines de captar clientes de un determinado perfil), sin que ello signifique indefectiblemente el deterioro del perfil de riesgo asociado al conjunto de su actividad comercial.

Todo ello hace suscitar numerosas dudas sobre si esta reforma realmente afronta el reto de la integración del factor riesgo en el sistema español de garantía de depósitos erigiéndose en un indicio fiable de un cambio de tendencia o, en un sentido contrario, significa simplemente una medida una de carácter específico y coyuntural a la espera, como se afirma de manera genérica en la introducción del RDL 16/2011, así como en su Disposición transitoria segunda, de que a nivel europeo se desarrolle un nuevo régimen de aportaciones basado no solamente en el volumen de los depósitos contratados sino también el perfil de riesgo asociado a las entidades adheridas. Sea como sea, y más allá de las dudas suscitadas acabadas de esbozar, de lo dicho parece evidente que, siempre procedentes de las instituciones europeas, debemos esperar cambios relevantes en el ámbito de la garantía de depósitos después de muchos años de férrea rigidez en nuestro país en un modelo de cobertura en el que el tamaño de la cartera de depósitos de la entidad, con total independencia respecto al riesgo asociado a su actividad, se ha consolidado históricamente de manera harto discutible como el único factor relevante en la organización de la garantía de los depósitos en nuestro país.

PROPUESTA DE MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO 2 DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES A PROPÓSITO DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS SOBRE AUTORIZACIONES DE EMISIÓN[1]

SARA GONZÁLEZ SÁNCHEZ

Profesora Colaboradora de Derecho Mercantil
Universidad C.E.U. Cardenal Herrera

RESUMEN

La ratificación de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático y el Protocolo de Kioto obliga a España a reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera. Los agentes económicos han desarrollado distintos usos o formas de transmisión y negociación de derechos de emisión de gases de efecto invernadero y de instrumentos financieros derivados sobre los mismos. En este trabajo se realiza un análisis jurídico-mercantil de la regulación de los derechos de emisión y sus derivados con el fin de lanzar propuestas de modificación normativa que adecúen las previsiones de la Ley del Mercado de Valores al elenco normativo dispuesto para la regulación del sistema de comercio de emisiones —principalmente, la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero—.

Palabras clave: *Derecho de emisión, derivado de derecho de emisión, plataforma multilateral de negociación, instrumento financiero, Derecho del mercado de valores.*

ABSTRACT

The ratification of the United Nations Framework Convention on Climate Change and the Kyoto Protocol obliges Spain to reduce atmospheric greenhouse gas emissions. Operators have developed different ways to transmit and trade allowances and their derivative financial instruments. In this study we analyze, from the point of view of Company Law, the regulation of allowances and allowance derivatives in order to formulate proposals for amending Act 24/1988, 28th July, in relation to regulations about the emissions trading system —mainly, Act 1/2005, 9th March—.

Key words: *Allowance, allowance derivative, multilateral trading platform, financial instrument, Stock Market Law.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. EL SISTEMA DE COMERCIO DE DERECHOS DE EMISIÓN.

(1) El presente trabajo se ha desarrollado en el seno de los Proyectos de Investigación GV/2011/080 y PRCEU-UCH 12/10, denominados «Marco Legal de protección del inversor en los mercados no regulados de derechos de emisión de CO_2» y «Operaciones Vinculadas y Precios de Transferencia en El Mercado Internacional del Carbono», respectivamente. La autora es miembro investigador de la Cátedra de Derecho de los Mercados Financieros de la Universidad CEU San Pablo así como del Instituto de Disciplinas y Estudios Ambientales de la Universidad CEU Cardenal Herrera.

III. LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS SOBRE DERECHOS DE EMISIÓN.

1. Orígenes.

2. Régimen jurídico.

IV. LA INADECUADA REDACCIÓN DEL ARTÍCULO 2 DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES.

1. Planteamiento.

2. La naturaleza jurídica del subyacente del instrumento financiero derivado: autorizaciones de emisión *vs.* derechos de emisión.

2.1. Autorizaciones de emisión.

2.2. Derechos de emisión.

V. CONCLUSIÓN.

I. INTRODUCCIÓN

Como indicaba muy acertadamente el profesor PUIG BRUTAU, la ley no puede alcanzar la perfección, ni puede tener el don profético de anticiparse a todas las posibilidades del futuro, por lo que no hay duda de que su insuficiencia no tarda en manifestarse[(2)].

En muchas ocasiones la necesaria agilidad y rapidez de la praxis empresarial y económica supera al legislador, que no se hace eco de una nueva realidad con trascendencia jurídica, encontrándonos ante lagunas o imperfecciones legales que se deben paliar con una investigación integradora del Derecho. En otras ocasiones, el legislador responde a esa nueva realidad con una regulación poco acertada o coherente.

La novedad que ha supuesto en España el sistema de comercio de emisiones, en general, y la negociación de derechos de emisión e instrumentos financieros sobre los mismos, en particular, es un ejemplo del segundo supuesto indicado. La práctica económica de la negociación de instrumentos financieros derivados sobre derechos de emisión se ha regulado con una deficiente técnica legislativa, al existir una manifiesta incoherencia terminológica y de determinación de naturalezas jurídicas en dos normas con rango legal, concretamente, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV), en la redacción dada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, y la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero (en adelante, Ley 1/2005). Esta regulación inadecuada es reflejo, como veremos, de corrientes doctrinales contradictorias sobre el subyacente de los instrumentos financieros derivados de derechos de emisión.

II. EL SISTEMA DE COMERCIO DE DERECHOS DE EMISIÓN

La Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático y el Protocolo de Kioto, ratificados por la Unión Europea y por el Estado español[(3)], han establecido

(2) *Cfr.* PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho Civil*, I, Barcelona, 1989, p. 309.

(3) Los Estados miembros de la Unión Europea, y la propia Unión como organización supranacional, fueron parte de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, adoptada en Nueva York el 9 de mayo

objetivos de reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera con el fin de evitar el fenómeno del cambio climático(4). Para lograr dicho objetivo, los Estados deben adoptar políticas y medidas nacionales, que se complementan con los que se han denominado mecanismos de flexibilidad(5), entre los que se encuentra el comercio de emisiones o *emissions trading*(6). El denominado comercio de emisiones no es un medio para la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, como lo puede ser *v. gr.* la inversión en tecnologías limpias, sino que es un modelo económico que pretende una reducción eficiente, es decir, a un menor coste, toda vez que permite disminuir emisiones allí donde resulta más sencillo y barato. El sistema de comercio de derechos de emisión cumple por tanto una función estrictamente económica: la reducción del coste asociado a la disminución de las emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera. Diferentes estudios, siguiendo la inestimable aportación de COASE(7), han demostrado que resulta económicamente más eficiente favorecer el comercio de derechos de emisión entre instalaciones con excedentes y déficits respectivos de derechos. El objetivo global de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera se consigue así con un menor coste para las instalaciones afectadas, sin vulnerar en ningún caso el principio «quien contamina paga».

La Unión Europea ha establecido un sistema comunitario de comercio de emisiones, regulado por la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre (en adelante, Directiva 2003/87/CE), que ha sido una experiencia previa a la entrada en funcionamiento del mercado internacional previsto por el Protocolo de Kioto. La norma de transposición de la Directiva 2003/87/CE en nuestro Ordenamiento jurídico, la Ley 1/2005, ha venido a establecer el régimen jurídico de comercio de derechos de emisión a nivel nacional.

Las empresas españolas incluidas en el ámbito de aplicación de la Ley 1/2005 (en adelante, sujetos-instalación) deben llevar a cabo actividades de innovación tecnológica,

---

de 1992, a través del instrumento de ratificación avalado en la Decisión del Consejo 94/69/CE, de 15 de diciembre de 1993. El Protocolo de Kioto, instrumento normativo de desarrollo de la Convención Marco referida, adoptado el 11 de diciembre de 1997, se aprobó por la Unión en virtud de la Decisión del Consejo 2002/358/CE, de 25 de abril de 2002, relativa a la aprobación, en nombre de la Comunidad Europea, del Protocolo de Kioto de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático y al cumplimiento conjunto de los compromisos contraídos con arreglo al mismo.

(4) El Protocolo de Kioto prevé la reducción de seis gases de efecto invernadero —Dióxido de carbono (CO_2), Metano (CH_4), Óxido nitroso (N_2O), Hidrofluorocarbonos (HFC), Perfluorocarbonos (PFC) y Hexafluoruro de azufre (SF_6)—, por lo que el sistema de comercio de emisiones internacional se verá referido a dichos seis gases. En la actualidad, el sistema europeo de comercio de emisiones y más concretamente el régimen español se limitan al comercio de los derechos de emisión de CO_2 a la atmósfera, sin perjuicio de que en un futuro se puedan ver ampliados a otros gases.

(5) Los mecanismos de flexibilidad previstos en el Protocolo de Kioto son el mecanismo de desarrollo limpio, el mecanismo de aplicación conjunta y el sistema de comercio de emisiones.

(6) El régimen jurídico internacional del sistema de comercio de derechos de emisión está previsto principalmente en el artículo 17 del Protocolo de Kioto, de 11 de diciembre de 1997, y en la Decisión 18 de la séptima Conferencia de las Partes de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático —Acuerdos de Marrakech de 2001—, sobre modalidades, normas y directrices aplicables al comercio de derechos de emisión previstas en el artículo 17 del Protocolo de Kioto.

(7) *Vid.* COASE, R. H., «The problem of social cost», *The Journal of Law and Economics*, núm. 3, 1960, pp. 1-44.

mejora en los procesos productivos y eficiencia energética para reducir las emisiones de CO_2 a la atmósfera en sus actividades industriales. La reducción de dichas emisiones les permitirá contar con un excedente de derechos de emisión que podrán comercializar en el mercado, obteniendo un lucro. Por el contrario, la ausencia de innovaciones y mejoras tendentes a la reducción de emisiones provocará que las instalaciones deficitarias deban adquirir derechos de emisión para cumplir con sus obligaciones de entrega de derechos según emisiones verificadas. Además de los que hemos denominado sujetos-instalación, el legislador ha querido la participación en el sistema de comercio de personas físicas o jurídicas de carácter público o privado que no tengan la condición de instalaciones emisoras de gases de efecto invernadero (en adelante, sujetos-no-instalación). Cualquier persona debidamente inscrita en el Registro Nacional de Derechos de Emisión —novedoso en el sistema registral español, que no se rige por el principio de folio real— (en adelante, RENADE) puede intervenir válidamente como adquirente o transmitente de derechos de emisión, es decir, puede invertir y desinvertir en derechos de emisión.

En el sistema general de comercio de derechos de emisión descrito, han surgido diferentes formas de transmisión y negociación de los derechos de emisión, debido a la total libertad de los operadores económicos para desarrollar fórmulas y sistemas de transmisión, con motivo de la ausencia de una regulación de Derecho privado en la materia. Las formas de transmisión de derechos de emisión que se producen *de facto* en el tráfico económico son diversas, existiendo transmisiones de carácter bilateral, bien sean directas o intermediadas, así como negociaciones de derechos de emisión que se realizan en las plataformas electrónicas creadas *ad hoc* para la negociación impersonal y generalizada de derechos de emisión. Estas plataformas se conocen en la praxis económica como «Bolsas» de derechos de emisión o «Bolsas» de emisiones[8]. Asimismo se ha desarrollado un importante comercio de instrumentos financieros derivados sobre derechos de emisión, que es el que centra nuestros esfuerzos investigadores en este trabajo.

---

(8) *Cfr.* AGGERYD, J. y STRÖMQVIST, F., *An Empirical Examination of the EUA Emission Rights Market*, Director de Tesis Doctoral: BJÖRK, T., Estocolmo, Stockholm School of Economics, 2008, p. 9; BILBAO ESTRADA, I. y PEDRAZA BOCHONS, J. V., «La fiscalidad de los derechos de emisión», *Noticias de la Unión Europea*, núm. 311, 2010, pp. 104 y 109; BILBAO ESTRADA, I. y RODRÍGUEZ MÁRQUEZ, J., «IVA y derechos de emisión: especial referencia a su utilización como instrumento de fraude», *Crónica Tributaria*, núm. 136, 2010, pp. 48-50; CERVERA VALLTERRA, M., «La lucha de la Unión Europea contra el cambio climático. El mercado europeo de derechos de emisión de gases de efecto invernadero para el período 2005-2007», Cuadernos de integración europea, núm. 4, 2006, p. 75; DOMÍNGUEZ CONDE, M. J. y GARCÍA MACHADO J. J., «Mercados derivados de los derechos de emisión del protocolo de Kioto. ¿Un nuevo mercado de futuros?», *Información Comercial Española, Boletín Económico*, núm. 2888, 2006, p. 31; FERNÁNDEZ MARTÍN, R. M., «La Unión Europea como impulsora de la lucha contra el cambio climático. Kyoto y los retos para el 2020», *Revista de Economía Mundial*, núm. 25, 2010, p. 205; GUTIÉRREZ FRANCO, Y., *El comercio de emisiones de Gases de Efecto Invernadero en la Unión Europea: efectos sobre el crecimiento económico y la calidad ambiental*, Director de Tesis Doctoral: BUSTOS GISBERT, A., Madrid, Universidad Complutense, 2003, p. 110; LOZANO CUTANDA, B., «El Protocolo de Kioto y sus mecanismos de flexibilidad. El régimen de comercio de emisión de GEI implantado en la Comunidad Europea», en LOZANO CUTANDA, B. y ALLI TURRILLAS, J. C., *Administración y legislación ambiental*, Madrid, 2005, p. 276; MATEOS ANSÓTEGUI, A. I., «La contabilidad de los derechos de emisión de GEI en el nuevo PGC 2008. La problemática de las subvenciones», *Técnica Contable*, núm. 717, 2009, p. 41; «Instrumentos financieros y derechos de emisión de GEI», *Partida Doble*, núm. 226, 2010, p. 28; y SOGORB MIRA, F., «La Bolsa de CO_2», *Noticias de la Unión Europea*, núm. 311, 2010, pp. 85-95.

III. LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS SOBRE DERECHOS DE EMISIÓN

1. Orígenes

Como hemos indicado, el comercio de derechos de emisión fue establecido como mecanismo de flexibilidad por el Protocolo de Kioto y desarrollado, entre otras normas, por la Decisión 18 de la séptima Conferencia de las Partes de 2001 —integrante de los denominados «Acuerdos de Marrakech»—, sobre modalidades, normas y directrices aplicables al comercio de los derechos de emisión previstas en el artículo 17 del Protocolo de Kioto. Pese a esta temprana previsión normativa, el inicio del mercado internacional de emisiones derivado del Protocolo se ha producido en el año 2008, tal y como estaba previsto.

Sin embargo el mercado comunitario de emisiones, establecido por la Directiva 2003/87/CE, comenzó a funcionar antes de la puesta en marcha del mercado internacional, como método para la adquisición de la experiencia previa necesaria y como ejemplo del liderazgo que la Unión Europea está llevando a cabo en la lucha contra el cambio climático. La referida Directiva estableció dos primeras fases diferenciadas para su implantación: un primer período de tres años que fue de 2005 a 2007, ambos inclusive, y un segundo período de cinco años que va de 2008 a 2012, ambos inclusive. Ha sido el inicio del segundo período el que ha coincidido con la puesta en marcha del mercado internacional de emisiones del Protocolo de Kioto, concurriendo además el final de dicho segundo período con la fecha de verificación de los objetivos de reducción de emisiones del referido Protocolo.

El dilatado tramo temporal existente entre la aprobación del texto definitivo del Protocolo de Kioto —el 11 de diciembre de 1997 en la tercera Conferencia de las Partes de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático—, y no sólo su entrada en vigor —concretamente, el 16 de febrero de 2005 con la ratificación de Rusia—, sino también la entrada en funcionamiento de un mercado internacional de derechos de emisión —enero de 2008—, ha provocado la creación de un importante mercado de derivados sobre derechos de emisión con anterioridad al referido año 2008. La creación de un mercado de derivados ha sido también anterior a la entrada en funcionamiento del mercado europeo de derechos de emisión el 1 de enero de 2005, puesto que desde el año 2003 ya se realizaban de forma extensiva operaciones de derivados sobre derechos de emisión.

Desde el punto de vista del Derecho privado, resulta muy curioso el surgimiento de un importante mercado de instrumentos financieros derivados sobre derechos de emisión con carácter previo al nacimiento del subyacente, es decir, del propio derecho[9]. Hemos indicado las razones temporales que han podido provocar el origen de las transmisiones de dichos derivados: el dilatado plazo existente entre la aprobación del texto definitivo del Protocolo de Kioto y su entrada en vigor, y el inicio aún posterior del mercado internacional de derechos de emisión. Pero estas razones no son únicas, sino que además existen otras causas que hacen que aún hoy el volumen de transmisiones de derivados de derechos de emisión sea elevado.

---

(9) *Cfr.* CONAMA, 8 CONGRESO NACIONAL DE MEDIOAMBIENTE, *Comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero*, *Documento final del Grupo de trabajo IX*, Madrid, 2007, pp. 4-11.

Como se sabe, la función básica de los instrumentos derivados es cubrir riesgos y eliminar la incertidumbre que provocan diversos acontecimientos, como puede ser la variación del precio del subyacente(10). El derecho de emisión cuenta con todos los requisitos necesarios para ser subyacente de un derivado, tanto por tener carácter fungible, como por ser objeto de negociación en plataformas de negociación(11). Es precisamente la volatilidad del precio del derecho de emisión, que se ha comprobado como muy alta en los mercados, la que hace que actualmente se continúen negociando derivados de estos derechos, principalmente opciones y futuros. En nuestra opinión, la inestabilidad del precio del derecho de emisión en el mercado ha sido determinante en el desarrollo del mercado de derivados sobre dichos derechos.

2. Régimen jurídico

Los derivados de derechos de emisión que sean objeto de negociación en sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros gozan de la naturaleza jurídica de instrumentos financieros derivados, a los que se aplica la normativa del mercado de valores. Y ello se prevé expresamente en el apartado 8 del artículo 2 de la LMV, que en su redacción vigente establece que se considerará como instrumentos financieros a los contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con, entre otros aspectos —*v. gr.* variables climáticas, gastos de transporte y tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales—, «autorizaciones de emisión» que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes.

Nótese que el término autorizaciones de emisión empleado por el legislador español en la LMV no es el que venimos utilizando en este trabajo. A nuestro entender la denominación adecuada es la de instrumentos financieros derivados sobre derechos de emisión por las razones que esgrimiremos en los epígrafes siguientes.

Hecha la precisión anterior, y volviendo al régimen jurídico de los derivados de derechos de emisión, cabe señalar que la inclusión expresa de tales instrumentos financieros derivados en la LMV ha sido reciente, concretamente, a raíz de la modificación de la referida norma llevada a cabo por la Ley 47/2007, de 19 diciembre. A su vez esta norma supuso la transposición de, entre otras Directivas europeas, la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MIFID)(12). Si bien la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los Servicios de Inversión en el Ámbito de los Valores Negociables (en ade-

(10) *Cfr.* CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., «Los mercados de valores y de crédito. Introducción», en AA.VV. (coord. URÍA MENÉNDEZ, R. y MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.), *Curso de Derecho Mercantil*, II, Cizur Menor, 2007, p. 354.

(11) Para ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL las causas para el desarrollo de un mercado de futuros son (i) la existencia de riesgo en la variación del precio, (ii) la homogeneidad del activo subyacente y (iii) la existencia de un mercado de negociación del activo subyacente. *Cfr.* ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., «El mercado financiero de derivados de derechos de emisión», *Revista Interdisciplinar de Gestión Ambiental*, núm. 66, 2004, pp. 40-41.

(12) Las restantes Directivas europeas transpuestas son la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos

lante, DSI), supuso el establecimiento del instrumento financiero como categoría amplia o género en el que se engloban los valores negociables y otros instrumentos financieros, debemos a la posterior Directiva MIFID la aclaración de la condición de los instrumentos financieros derivados sobre derechos de emisión como objeto de aplicación de la normativa financiera. Fue esta norma comunitaria la que inspiró la redacción del ya referido apartado 8 del artículo 2 de la LMV, al establecer en su Anexo I una lista de instrumentos financieros, junto con un catálogo de servicios y actividades de inversión. En dicho listado de instrumentos financieros, el apartado 10 de la Sección C del referido Anexo I indica la inclusión en dicha categoría de los derivados de derechos de emisión. La transposición a la LMV de tal previsión comunitaria ha resultado inadecuada en lo que se refiere a la expresión autorizaciones de emisión como traducción de la inglesa *emission allowances*(13).

Cabe señalar que gran parte de las transmisiones de derivados de derechos de emisión a nivel internacional se realizan a través de las denominadas plataformas de negociación de derechos de emisión. Por ejemplo, la plataforma ECX-IPE (*European Climate Exchange-International Petroleum Exchange*) negocia futuros y opciones de derechos de emisión a nivel paneuropeo, mientras que las plataformas *Nord Pool* y EEX negocian futuros sobre derechos de emisión. En España, en la plataforma $SENDECO_2$, única plataforma española de negociación de derechos de emisión actualmente en funcionamiento(14), no se negocian derivados de derechos de emisión sino exclusivamente transmisiones del subyacente. Sin embargo, se prevé la probable negociación de instrumentos financieros derivados en el futuro próximo(15).

---

de dicha Directiva; y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

(13) El apartado 10 de la Sección C del Anexo I 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, incluye como instrumento financiero a los «Contratos de opciones, futuros, permutas ("swaps"), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía».

La redacción inglesa del precepto es la siguiente: «Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to climatic variables, freight rates, emission allowances or inflation rates or other official economic statistics that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event), as well as any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls».

(14) En España se han previsto dos plataformas de negociación de derechos de emisión, el llamado Sistema Electrónico de Negociación de Derechos de Emisión de Dióxido de Carbono (abreviado como $SENDECO_2$) y el denominado Comercio Organizado de Derechos de Emisión de Bolsas y Mercados Españoles (abreviado como CODE-BME). No obstante, en la actualidad, sólo se encuentra en funcionamiento la plataforma $SENDECO_2$. Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. emitió el 19 de junio de 2008 una nota oficial de prensa anunciando el lanzamiento de la plataforma CODE-BME en la segunda quincena del mes de septiembre de 2008. Sin embargo, dicho evento no se ha producido a la fecha de elaboración del presente estudio.

(15) El Director General de la plataforma española de negociación de derechos de emisión $SENDECO_2$, D. Ismael Romeo García, ha manifestado en comparecencia parlamentaria la posible transmisión por $SENDECO_2$ de ins-

IV. LA INADECUADA REDACCIÓN DEL ARTÍCULO 2 DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

1. Planteamiento

El legislador de la Ley del Mercado de Valores contempla como instrumentos financieros a los derivados sobre autorizaciones de emisión, concretamente en el apartado 8 del artículo 2 de la norma.

Esta previsión legal es manifestación de la corriente doctrinal que ha venido manteniendo que el derecho de emisión ostenta la naturaleza jurídica de la autorización administrativa. Tal corriente doctrinal ha sido mayoritaria en los inicios de la implantación del sistema de comercio de derechos de emisión en España por varios motivos. En primer lugar, por la evidente novedad del objeto de estudio, el comercio de derechos de emisión de GEI a la atmósfera, que ha provocado interpretaciones doctrinales no coincidentes y, en segundo lugar, por la habitual aproximación exclusivamente iuspublicista y por tanto sesgada de todo lo concerniente al Protocolo de Kioto y al comercio de derechos de emisión. Tal objeto de estudio parecía encontrarse especialmente vinculado al área del Derecho ambiental y, sin embargo, la aparición de plataformas multilaterales de negociación de derechos de emisión y sus derivados la ha vinculado necesariamente al Derecho patrimonial privado. Además, a la praxis en ocasiones deficiente de traducción de las Directivas comunitarias —en el caso concreto, la inadecuada traducción del término *allowance* como autorización de emisión[16]— se añade el fenómeno de regulación en nuestro Ordenamiento de una realidad prevista por normas supranacionales, el comercio de emisiones, que poco o nada ha tenido que ver hasta el momento con el Derecho español.

Luego, bien por ser el reflejo de cierta corriente doctrinal, bien por tratarse de una inadecuada transposición de la Directiva comunitaria, o más bien por ambos motivos, lo cierto es que el vigente artículo 2 de la LMV califica de instrumentos financieros derivados sobre autorizaciones de emisión a una realidad jurídica distinta que nada tiene que ver con los permisos o autorizaciones de emisión que regula la Ley 1/2005. Las autorizaciones de emisión no son el verdadero subyacente de los instrumentos financieros derivados sobre derechos de emisión. Más aún, en una coherente interpretación iuspublicista de las previsiones de la tan citada Ley 1/2005, el legislador del mercado de valores debería haberse referido a instrumentos financieros derivados sobre el derecho real administrativo, que no autorización administrativa, que sería el derecho de emisión, tal y como mantiene otra corriente doctrinal que sin embargo tampoco nos parece enteramente acertada[17].

---

trumentos financieros derivados sobre derechos de emisión. *Vid.* ROMEO GARCÍA, I., ROMEO GARCÍA, I., «Comparecencia en la Sesión núm. 19 de la Comisión Mixta para el Estudio del Cambio Climático de las Cortes Generales, celebrada el martes 9 de junio de 2009 en el Palacio del Senado», *Diario de Sesiones de las Cortes Generales*, núm. 65, IX Legislatura, 2009, p. 9, para quien:

«En este momento somos un mercado al contado, en un futuro posiblemente lo ampliemos a futuros, pero en este momento, repito, es un mercado al contado, compra y vende en el mismo momento en que se cierra la operación.

Con relación al tipo de operaciones, como les he indicado con anterioridad, puedo decirles que hay operaciones spot, al contado, es decir, Ustedes y yo nos ponemos de acuerdo hoy y en un plazo de dos ó tres días Ustedes me dan los derechos y yo les pago; es la manera más simple y la que más volumen mueve, pues es la más sencilla».

(16) *Vid. supra* nota al pie 13.

(17) *Vid. infra* el epígrafe 2.2 denominado «Derechos de emisión».

En consecuencia, para determinar si la redacción del artículo 2 de la LMV a propósito de los instrumentos financieros derivados sobre autorizaciones de emisión resulta adecuada tendremos que clarificar la difícil y discutida cuestión de cuál es la naturaleza jurídica del subyacente del derivado: si se trata de una autorización administrativa como prevén el legislador del mercado de valores y parte de la doctrina, o si se trata de un derecho de emisión por ser un derecho subjetivo, bien sea un derecho subjetivo de carácter real administrativo, bien sea un derecho subjetivo de naturaleza jurídica especial.

2. La naturaleza jurídica del subyacente del instrumento financiero derivado: autorizaciones de emisión *vs.* derechos de emisión

La naturaleza jurídica del subyacente de los instrumentos financieros derivados sobre autorizaciones de emisión, en palabras del legislador de la LMV —más correctamente sobre derechos de emisión—, lejos de ser una cuestión pacífica, es objeto de discusión y debate doctrinal(18). Podemos encontrar sobre este aspecto visiones antagónicas que abarcan desde la conceptuación del derecho de emisión como autorización administrativa, tal y como determina el legislador en la LMV, hasta su consideración como bien mueble, derecho de propiedad, derecho real administrativo, derecho de crédito o incluso instrumento financiero(19).

A esta diversidad de interpretaciones ha contribuido sin duda la indeterminación legal a nivel comunitario, puesto que la Directiva 2003/87/CE no ha dispuesto claramente cuál es la naturaleza jurídica del derecho de emisión. Sea cual fuere el motivo de tal indefinición normativa la doctrina señala que esta circunstancia conlleva el riesgo evidente de que los distintos Estados miembros otorguen una naturaleza distinta al derecho de emisión de acuerdo con las propias categorías jurídicas conocidas en cada uno de ellos, determinando diferencias que, más allá de su mera calificación, generen diversos regímenes jurídicos, contables y fiscales, quebrando de esta forma la finalidad última pretendida por la Directiva 2003/87/CE y vulnerando la competencia entre los distintos Estados miembros(20).

---

(18) Con la finalidad de realizar una aproximación a la naturaleza jurídica del derecho de emisión, el 25 y 26 de mayo de 2004 la Fundación para el Derecho Ambiental Internacional y el Desarrollo (FIELD) y la Firma internacional de Abogados *Baker & McKenzie* auspiciaron un Taller Internacional sobre la Naturaleza Jurídica de las Reducciones de Emisiones (*Internacional Workshop on The Legal Nature of Emission Reductions*). Dicho Taller fue patrocinado por la Comisión Europea, el Banco Mundial y el Ministerio Holandés de Urbanismo y Medio Ambiente (VROM). El Documento de trabajo del referido Taller se puede consultar en la página web de la Fundación para el Derecho Ambiental Internacional y el Desarrollo (FIELD): <http://www.field.org.uk>. *Vid.* FOUNDATION FOR INTERNATIONAL ENVIRONMENTAL LAW AND DEVELOPMENT (FIELD), *International Workshop on The Legal Nature of Emission Reductions, Background Paper*, Londres, 2004. Los objetivos concretos de este Congreso internacional consistieron en (i) identificar y explorar los aspectos legales claves relativos a la naturaleza de las distintas unidades de emisión transmisibles bajo el Derecho internacional, comunitario y estatal; y (ii) considerar cómo una falta de claridad en el tratamiento puede impactar sobre el correcto funcionamiento de los regímenes de comercio establecidos para facilitar el cumplimiento de los objetivos del Protocolo de Kioto. Los resultados del Taller no fueron concluyentes, si bien muy relevante resulta a los efectos del presente trabajo la constatación en dicho foro de que la naturaleza jurídica de los derechos de emisión varía en todo caso dependiendo del régimen legal del Estado en el cual sean creados dichos derechos.

(19) *Cfr.* SANZ RUBIALES, I., «Una aproximación al nuevo mercado de derechos de emisión de gases de efecto invernadero», *Revista Española de Derecho Administrativo*, núm. 125, 2005, p. 58.

(20) *Cfr.* ÁLVAREZ FERNÁNDEZ, M., «La emisión de gases de efecto invernadero y su régimen de intercambio», *Revista de Administración Pública*, núm. 170, 2006, p. 240. Si bien en este trabajo estudiamos el mercado

La determinación de la naturaleza jurídica del derecho de emisión es por tanto una cuestión relevante, especialmente desde el punto de vista de la praxis mercantil, ya que tiene como motivo la necesidad de garantizar la irrevocabilidad y libre transmisión de los derechos de emisión y sus derivados para que el mercado de compraventa de los mismos sea transparente y efectivo, evitando cualquier posible interferencia arbitraria de Gobiernos o autoridades reguladoras. Estos riesgos ya hicieron su aparición en el mercado americano de cuotas de dióxido de azufre (SO_2) —precursor del mercado comunitario de CO_2 pero de caracteres distintos— cuando el Estado de Nueva York cambió las reglas para limitar el uso de las cuotas de SO_2, realizando una verdadera expropiación sin compensación de lo que se trataba para la mayoría de inversores de verdaderos derechos de propiedad. Este supuesto fáctico justifica la imprescindible determinación de la naturaleza jurídica del derecho de emisión, objeto de instrumentos financieros derivados ya que la misma resulta básica para poder establecer los riesgos del mercado[21].

---

español de emisiones, no somos ajenos a la necesaria armonización de la regulación de los mercados de emisiones europeos para, entre otros beneficios, lograr un menor coste de las transacciones entre los distintos mercados —*cfr.* ANNICCHIARICO, B. y COSTA, A., «Protocollo di Kyoto e mercato europeo dei diritti di emissione dei gas ad effetto serra: avvio della prima borsa italiana delle emissioni», *Studi e Note di Economia*, núm. 2, 2007, p. 245; y SANZ RUBIALES, I., «Ventajas e inconvenientes del mercado comunitario: su evolución en marcha», en AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *El mercado europeo de derechos de emisión. Balance de su aplicación desde una perspectiva jurídico-pública (2008-2012)*, Valladolid, 2010, p. 37— y evitar distorsiones a la competencia —*cfr.* DE CENDRA DE LARRAGÁN, J., «La visión de la Unión Europea sobre la construcción de un mercado global de carbono», en AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *El mercado europeo de derechos de emisión. Balance de su aplicación desde una perspectiva jurídico-pública (2008-2012)*, Valladolid, 2010, pp. 208-209—. Como resulta fácilmente observable, los costes de transmisión de derechos de emisión a nivel paneuropeo serán mayores cuanto mayores sean las divergencias de los mercados nacionales intervinientes en la operación. Las distorsiones en la competencia también aumentarán en proporción a las diferencias en las regulaciones de los Estados miembros. Adicionalmente, las distintas determinaciones de la naturaleza jurídica de los derechos de emisión en cada legislación estatal están provocando en la actualidad disfunciones en el tratamiento contable y fiscal de los derechos de emisión y las transmisiones de los mismos, que dista de ser homogéneo en los Estados miembros. *Cfr.* AGENCIA EUROPEA DEL MEDIO AMBIENTE, *Informe Técnico núm. 13/2008 sobre Aplicación de la Directiva de Comercio de Emisiones por los Estados Miembros de la Unión Europea*, 2008, apartado 14; y CICIGOI, E. y FABBRI, P., *Mercato delle emissioni ad effetto serra*, Bolonia, 2007, p. 82.

(21) *Vid.* PALMISANO, J., «Property rights and risk management», *Environmental Finance*, núm. marzo, 2001, p. 29, para quien:

«One recent event makes the point. Most risk management strategies depends on continuous functions, market liquidity, and unchanging definitions of underlying commodities. The sulphur dioxide (SO_2) allowance trading market in the US has some liquidity and people thought there was an unchanging notion of the property right. But they have found themselves exposed to unanticipated risk. Companies that believed SO_2 allowances were perfectly fungible across legal jurisdictions were shocked when New York State changed the rules to limit the use of New York-based SO_2 allowances. Some people have asserted that this act was effectively a non-compensated «takings». The result of this act was to jeopardise the risk management strategy of holders of certain SO_2 allowances. In short, the nature of the property right had changed and some companies were holding devalued allowances».

Tal y como han determinado algunos economistas, la gestión de riesgos en los mercados de emisiones pasa por controlar las incertidumbres asociadas a cambios en el precio y a la cantidad de los derechos objeto de negociación, lo que resulta muy complicado cuando la naturaleza jurídica del derecho de emisión es indeterminada. *Vid. ibíd.*, p. 29, para quien:

«Trading-based environmental programmes are defined by the nature of the underlying property right or obligation being traded. Risk management in these markets involves assessing and managing the risks and uncertainties associated with changes in the price or quantity of these rights or obligations. So, when the nature of the underlying property right is unknown, risk management becomes very complicated. Therefore those charged with developing risk management strategies must understand the nature of property rights from emissions credits and emissions quotas».

2.1. Autorizaciones de emisión

A nivel comunitario, la Directiva 2003/87/CE establece en su artículo 4 el que denomina permiso de emisión[22] de una instalación como presupuesto para que el Estado miembro realice la asignación de derechos de emisión[23]. Por su parte, a nivel nacional, la Ley 1/2005 establece en su artículo 4 que toda instalación en la que se desarrolle alguna de las actividades y que genere las emisiones especificadas en el Anexo I deberá contar con autorización de emisión de gases de efecto invernadero expedida en favor de su titular.

El régimen jurídico de las autorizaciones de emisión de GEI se establece en el Capítulo II de la Ley 1/2005 de forma exhaustiva —forma de la solicitud de autorización[24], contenido de la autorización[25], modificaciones de la autorización por cambios en la instalación[26], extinción de la autorización[27] y supuesto de estimación o desestimación de

---

(22) El término permiso de emisión es el utilizado por la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre, si bien el término autorización de emisión es el que contempla la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero. En el presente trabajo utilizaremos indistintamente los términos permiso o autorización de emisión.

(23) El régimen jurídico del otorgamiento de los permisos de emisión se regula en los artículos 4 a 8, ambos inclusive, de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre, tanto en la redacción previa como posterior a la modificación llevada a cabo por la Directiva 2009/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril, que modifica la Directiva 2003/87/CE, de 13 de octubre, para perfeccionar y ampliar el régimen comunitario de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

(24) De conformidad con lo dispuesto en el artículo 5 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, la solicitud de autorización, dirigida al órgano competente de la Comunidad Autónoma deberá contener la siguiente información: (i) identificación y acreditación de ser titular de la instalación, (ii) identificación y domicilio de la instalación, (iii) descripción de la instalación para la que se solicita autorización, así como de sus actividades, incluyendo la tecnología utilizada, (iv) materias primas y auxiliares empleadas cuyo uso pueda producir emisiones de GEI, (v) fuentes de emisión de GEI existentes en la instalación y (vi) medidas previstas para realizar el seguimiento de las emisiones —en la redacción vigente hasta el 6 de julio de 2010— o una propuesta de plan de seguimiento —en la redacción vigente desde el 7 de julio de 2010—.

(25) De conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 4 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, la autorización de emisiones de GEI deberá indicar, junto a los datos de identificación más relevantes, (i) la metodología de seguimiento de emisiones —en la redacción vigente hasta el 6 de julio de 2010— o plan de seguimiento —en la redacción vigente desde el 7 de julio de 2010—, y (ii) la obligación de entregar al Registro Nacional de Derechos de Emisión, antes del 30 de abril de cada año, un número de derechos de emisión equivalente al dato de emisiones verificadas correspondientes al año anterior para su cancelación. Destaca ESTEVE PARDO la importancia de las obligaciones que se imponen al titular con respecto al seguimiento de emisiones y suministro de información. *Cfr.* ESTEVE PARDO, J., *Derecho del medio ambiente*, Madrid, 2008, p. 231.

(26) De conformidad con lo dispuesto en el artículo 6 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, el órgano autonómico competente modificará «de oficio» (*sic*) la autorización de emisión de GEI tras la información por el titular de cualquier proyecto de cambio en el carácter, el funcionamiento o el tamaño de la instalación, así como de todo cambio que afecte a la identidad o al domicilio del titular. Si bien la norma se refiere a una modificación «de oficio», nótese que en todo caso se trata de una modificación a instancia de parte, salvo que con esa previsión el legislador se refiera a los supuestos en los que el órgano competente tenga conocimiento de las modificaciones por cualquier medio distinto de la comunicación por el titular, si bien no lo indica así en la redacción del precepto.

(27) De conformidad con lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, las causas de extinción de las autorizaciones son (i) el cierre de la instalación, (ii) la falta de puesta en funcionamiento de la misma, transcurridos tres meses desde la fecha de inicio de actividad prevista en la autorización, salvo causa justificada (iii) los supuestos de sanción y (iv) la suspensión de la actividad de la instalación durante un plazo superior a un año.

la solicitud[28]—. En España, la autoridad competente para el otorgamiento del permiso de emisión es la Comunidad Autónoma correspondiente al lugar donde radique la instalación solicitante de la autorización, como consecuencia del reparto de competencias en materia ambiental existente entre el Estado y la Comunidad Autónoma[29]. La autorización de emisión de GEI se otorgará siempre que el órgano autonómico competente considere acreditado que el titular es capaz de garantizar el seguimiento y notificación de las emisiones[30], por lo que el otorgamiento de la autorización es de carácter reglado, sin perjuicio de la obligación de motivar la estimación o desestimación de la solicitud autorización[31].

La doctrina administrativista mantiene que la autorización de emisión es una autorización de policía ambiental[32] expedida a favor del titular de una instalación afectada por el sistema de comercio de emisiones —instalaciones en las que se desarrolla alguna de las actividades y que generan las emisiones especificadas en el Anexo I de la Ley 1/2005—[33]. Si bien coincidimos con tal postura, nos apartamos de la tesis que mantiene que la con-

---

(28) De conformidad con lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 4 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, la autorización de emisión de GEI se otorgará siempre que el órgano autonómico competente considere acreditado que el titular es capaz de garantizar el seguimiento y notificación de las emisiones.

(29) Las Comunidades Autónomas tienen además la obligación de comunicar las resoluciones de otorgamiento, modificación y extinción de las autorizaciones al Registro Nacional de Derechos de Emisión —en el próximo período de comercio, al órgano competente en relación con el Registro comunitario de derechos de emisión—, en el plazo de 10 días desde la fecha de la resolución, en virtud de lo dispuesto en el artículo 8 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero.

(30) Las obligaciones de seguimiento de emisiones y suministro de información por parte de las instalaciones vienen reguladas en el Anexo III de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, desarrollado por la Orden de 26 de enero de 2007, de acuerdo con la Decisión 2004/156/CE de la Comisión, de 29 de enero, por la que se establecen directrices para el seguimiento y la notificación de las emisiones de gases de efecto invernadero de conformidad con la Directiva 2003/87/CE. En virtud de lo establecido en la Ley 13/2010, de 5 de julio, de modificación de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el régimen de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, para perfeccionar y ampliar el régimen general de comercio de derechos de emisión e incluir la aviación en el mismo, el referido Anexo III se ha dividido en dos Partes: la Parte A denominada «Seguimiento y notificación de las emisiones de instalaciones fijas» con el contenido original del Anexo III, y se introduce una Parte B denominada «Seguimiento y notificación de las emisiones de las actividades de aviación».

(31) Para JUNCEDA MORENO, la resolución por la que se otorga la autorización de emisión debe ser en todo caso motivada, por aplicación del artículo 54 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común, pese a la no previsión expresa de la obligación de motivar en el artículo 4 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero. *Cfr.* JUNCEDA MORENO, J., *Comentarios a la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, y a la Normativa Complementaria de Aplicación del Protocolo de Kioto*, Cizur Menor, 2005, p. 82. Precisamente esta supuesta obligación de motivar es lo que justifica para otros autores un mínimo carácter discrecional de la autorización, *cfr.* AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *El mercado de derechos a contaminar*, Valladolid, 2007, p. 134.

(32) *Cfr.* AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *op. cit.*, p. 133; y ROVIRA DAUDÍ, M. J., «El comercio comunitario de derechos de emisión», *Noticias de la Unión Europea*, núm. 311, 2010, p. 38.

(33) FORTÉS MARTÍN concede gran importancia a la autorización por entender que «expresa los límites de emisión» y es el «soporte» de los derechos de emisión. *Vid.* FORTÉS MARTÍN, A., «La "presión" ambiental de los sistemas de producción y consumo de energía. La potencial acción conciliatoria de la fiscalidad energética y ambiental y del comercio de emisiones de dióxido de carbono», *Noticias de la Unión Europea*, núm. 268, 2007, p. 51. Pero lo cierto es que la autorización de emisión simplemente permite a la instalación emisora intervenir en el sistema de comercio. El límite de emisión de la instalación no se establece en la autorización o permiso de emisión, sino que dependerá del número de derechos asignados.

dición de autorización administrativa se puede predicar también del derecho de emisión, que es el verdadero subyacente de los instrumentos financieros derivados incluidos en la enumeración del artículo 2 de la LMV.

Las autorizaciones son actos administrativos, entendiendo por tales las declaraciones unilaterales, no normativas, de la Administración sometidas al Derecho administrativo, que son favorables desde el punto de vista del administrado, por las que se constata la concurrencia de las circunstancias necesarias para el surgimiento y ejercicio de un derecho general(34). La autorización administrativa parte de la existencia de un derecho general previo, permitiéndose al sujeto el ejercicio del mismo tras la comprobación por la Administración de la concurrencia de las circunstancias necesarias. La autorización consiste por tanto en la remoción de los límites a la realización de una actividad comprendida en la esfera jurídica individual.

La comprobación, por el órgano administrativo competente de la Comunidad Autónoma, del cumplimiento de los requisitos necesarios para el ejercicio de la actividad de emisión de CO_2 ha sido efectivamente prevista en la Ley 1/2005, a través de la autorización de emisión, distinta del derecho de emisión en sí mismo. La autorización de emisión es lo que hemos calificado como una autorización de policía ambiental, expedida a favor del titular de una instalación afectada por el sistema de comercio de emisiones. El otorgamiento de la autorización por la Comunidad Autónoma dependerá de si la instalación solicitante es capaz de garantizar el seguimiento y la notificación de las emisiones, por lo que se trata de una autorización de carácter reglado. Siendo éste el régimen jurídico de la autorización, queda patente que el derecho de emisión no consiste en sí mismo en una autorización administrativa sino que sólo tiene tal naturaleza el permiso de emisión. El desdoblamiento autorización-derecho de emisión implica descartar la naturaleza autorizatoria del derecho de emisión(35).

La doctrina señala otros argumentos adicionales para la no consideración del derecho de emisión como autorización, como son la revocabilidad de las autorizaciones y la intervención de la Administración en las transmisiones de autorizaciones, rasgos que no son predicables de los derechos de emisión(36). A estos argumentos añadiremos que la actividad supuestamente autorizada por el derecho de emisión, es decir, la emisión, se puede realizar con anterioridad al otorgamiento del supuesto permiso, o sea antes de la expedición de los derechos de emisión, lo que no responde a la conceptuación de la autorización administrativa en nuestro Ordenamiento jurídico.

En el sistema de comercio de derechos de emisión la titularidad de dichos derechos puede ser posterior a la actividad. Una instalación sometida al ámbito de aplicación de la Ley 1/2005 puede realizar emisiones de varias toneladas de CO_2 a la atmósfera sin contar con los correlativos derechos de emisión que amparen tales actividades. Fijémonos en que los titulares de las instalaciones deben entregar a la autoridad nacional expedidora tantos

---

(34) *Cfr.* MARTÍN MATEO, R., *Manual de Derecho Administrativo*, Madrid, 2005, pp. 303-311.

(35) *Cfr.* SANZ RUBIALES, I., «Una aproximación…», *op. cit.*, p. 59.

(36) *Cfr.* AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *op. cit.*, pp. 195-196; y LASAGABASTER HERRARTE, I., «El mercado de los derechos de emisión», en AA.VV. (coord. BECKER ZUAZUA, F. *et alii*), *Tratado de regulación del sector eléctrico*, I, Cizur Menor, 2009, p. 743.

derechos de emisión como toneladas equivalentes de GEI a la atmósfera se haya verificado que han realizado dichas instalaciones. La fecha tope de entrega de esos derechos es el 30 de abril del año siguiente al año de referencia de la verificación de las emisiones, tal y como establece el artículo 26 de la Ley 1/2005 —dicha previsión será contenida en el artículo 27 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, a partir del 1 de enero de 2012—. El número de derechos que deben entregar los titulares de instalaciones viene determinado por el dato de emisiones que conste en el informe verificado de emisiones del año anterior al que se produce la entrega, luego en el supuesto de que considerásemos al derecho de emisión como una autorización administrativa se daría la paradoja de que la actividad autorizada, la emisión, se realiza con anterioridad al otorgamiento del permiso, lo que resulta a todas luces imposible[37].

Si la actividad de emisión se puede realizar con carácter previo al acto administrativo favorable, podríamos encontrarnos ante un supuesto de aprobación administrativa. A diferencia de las autorizaciones que se otorgan *a priori*, las aprobaciones son un requisito posterior a determinados hechos, los cuales son válidos si bien resultan ineficaces hasta que medie la intervención de la Administración[38]. Sin embargo, el carácter *ex post* de la aprobación no justifica por sí mismo que se conceptúe el derecho de emisión como este tipo de acto administrativo. Los derechos de emisión son independientes de un acto de aprobación posterior, y ello porque una instalación puede ser titular de derechos de emisión sin que llegue a realizar la actividad de emisión de CO_2 a la atmósfera que requeriría la posible aprobación administrativa. El concepto de aprobación administrativa no justifica la existencia de derechos de emisión que no son objeto de entrega por su titular por no haberse realizado la actividad emisora de GEI. Además, la eficacia de la actividad de emisión no queda supeditada en ningún caso a la aprobación, ya que despliega todos sus efectos desde el momento en que se realiza, otra cosa es que sea contraria a lo dispuesto en la norma legal y en consecuencia se aplique el régimen sancionador correspondiente.

De lo expuesto se desprende que el permiso o autorización de emisión es un acto administrativo favorable a una instalación afectada por la Ley 1/2005 que le permite realizar emisiones de CO_2 a la atmósfera. La autorización actúa como requisito *sine qua non* o presupuesto necesario para la asignación de derechos de emisión a una instalación determinada. Ahora bien, el acto administrativo consistente en el otorgamiento de permiso o autorización es distinto del derecho de emisión asignado, cuya naturaleza jurídica es diversa a la del permiso, toda vez que es un derecho de carácter subjetivo.

El legislador de la LMV se ha hecho eco de la corriente doctrinal, actualmente minoritaria, que ha identificado el derecho de emisión como autorización administrativa[39]. De

---

(37) *Cfr.* LASAGABASTER HERRARTE, I., *op. cit.*, pp. 742-743.

(38) *Cfr.* MARTÍN MATEO, R., *Manual de Derecho Administrativo*, *op. cit.*, p. 311.

(39) *Cfr.* AGUDO GONZÁLEZ, J., *El control de la contaminación: técnicas jurídicas de protección medioambiental*, II, Madrid, 2004, pp. 400 y 402; ÁLVAREZ FERNÁNDEZ, M., *op. cit.*, pp. 241-244; CERVERA VALLTERRA, M., *op. cit.*, p. 84; LAGUNA DE PAZ, J. C., *La autorización administrativa*, Cizur Menor, 2006, p. 35; MORENO MOLINA, A. M., *Derecho comunitario del medio ambiente. Marco institucional, regulación sectorial y aplicación en España*, Madrid, 2006, p. 527; y RODRÍGUEZ MÁRQUEZ, J., «Los derechos de emisión de CO_2 y el impuesto sobre el valor añadido», en AA.VV., *La fiscalidad de los derechos de emisión: estado de situación y perspectivas de futuro*, Madrid, 2009, p. 494. Además de los autores españoles señalados, este planteamiento ha sido mantenido por

ahí la regulación como instrumentos financieros de los derivados sobre autorizaciones de emisión. Sin embargo la propia previsión legal de la *lex specialis*, es decir, el artículo 20 de la Ley 1/2005, aleja el derecho de emisión del acto administrativo calificándolo como derecho subjetivo, es decir, como situación de poder concedida por el Ordenamiento jurídico a una persona. En consecuencia, el subyacente del instrumento financiero derivado no es una autorización o permiso a la instalación para emitir, sino los derechos de emisión que anualmente se adjudican a cada instalación emisora y que son objeto de comercio e incluso de negociación impersonal y masiva en plataformas multilaterales creadas *ad hoc*, como es SENDECO$_2$ en el caso de España.

2.2. Derechos de emisión

La incorporación del novedoso sistema de comercio de emisiones a nuestro Ordenamiento estatal ha determinado una naturaleza jurídica concreta del derecho de emisión, que no autorización de emisión, en el mismo(40). Pese al origen internacional del sistema de comercio de emisiones, el legislador nacional ha adecuado esos derechos negociables de nueva creación a nuestras estructuras jurídicas preexistentes, en clara aplicación del principio de integración del Ordenamiento jurídico. De esta forma, el apartado 1 del artículo 20 de la Ley 1/2005, en su redacción vigente y bajo la rúbrica «naturaleza jurídica de los derechos de emisión», establece expresamente que el derecho de emisión es un derecho subjetivo(41) y, más concretamente, el derecho subjetivo a liberar a la atmósfera una tonela-

---

parte de la doctrina americana —ya que expresamente en la *Clean Air Act* se indicaba que la cuota de emisión de SO_2 era una autorización a emitir—, así como por parte de la doctrina europea, principalmente francesa. Una vez aprobada la normativa comunitaria y española reguladora del sistema de comercio de derechos de emisión esta teoría ha sido abandonada casi totalmente. *Cfr.* AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *op. cit.*, pp. 191-196; y SANZ RUBIALES, I., «Una aproximación…», *op. cit.*, p. 59.

(40) *Vid*. MACE, M. J., «The Legal Nature of Emission Reductions and EU Allowances: Issues Addressed in an International Workshop», *Journal for European Enviromental & Planning Law*, núm. 2, 2005, p. 124, para quien:

«In the absence of clearly defined characteristics, the legal status of these units in each Party implementing the Kyoto Protocol, and in each EU Member State implementing the EU ETS, will be determined by existing domestic law and implementing regulations. Thus the nature of these units will vary depending upon the legal regime under which it is created and traded».

(41) La Agencia Estatal de Evaluación de las Políticas Públicas y la Calidad de los Servicios del Ministerio de Administraciones Públicas (AEVAL) ha perfilado algunas de las características derivadas de la naturaleza jurídica del derecho de emisión, que considera deben ser objeto de un estudio más profundo. Entre estos rasgos, AEVAL señala que los derechos de emisión pueden ser objeto de embargo o verse afectados en procedimientos concursales, así como ser susceptibles de servir de garantía en operaciones de crédito u otras. Las características enunciadas señalan el régimen jurídico derivado de la condición de derecho subjetivo que se predica respecto del derecho de emisión. *Vid.* AGENCIA ESTATAL DE EVALUACIÓN DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS Y LA CALIDAD DE LOS SERVICIOS DEL MINISTERIO DE ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, *El Registro Nacional de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero*, Informe, Madrid, 2007, apartado 5, p. 19:

«La Resolución de 8 de febrero de 2006 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas establece que los titulares de las instalaciones contabilizarán los derechos de emisión que se les hayan asignado en el PNA como un activo (en la cuenta 216 "Derechos de Emisión de gases de efecto invernadero"), al igual que las compras de derechos de emisión que puedan realizar en el mercado de derechos. Es claro que, como consecuencia de formar parte de un patrimonio, pueden ser objeto de embargo o verse afectados en procedimientos concursales, así como ser susceptibles de servir de garantía en operaciones de crédito u otras. Sería útil en este sentido que, como complemento al estudio de la naturaleza de los derechos de emisión por parte de juristas y expertos y de cómo proceder a su inserción en

da equivalente de dióxido de carbono desde una aeronave o desde una instalación incluida en el ámbito de aplicación de la Ley 1/2005.

La configuración del derecho de emisión como derecho subjetivo se ha mantenido desde el inicio de la regulación nacional del sistema de comercio de derechos de emisión hasta la actualidad. En el apartado a) del artículo 2 del Real Decreto-ley 5/2004, que posteriormente fue convalidado y tramitado por el procedimiento de urgencia dando lugar a la Ley 1/2005, se definió el derecho de emisión como derecho subjetivo a emitir, previsión que se mantuvo en la redacción originaria de la Ley 1/2005, concretamente en el referido apartado 1 del artículo 20.

En nuestro Ordenamiento jurídico el derecho subjetivo ha sido objeto de amplio estudio por la doctrina científica. Pese a que es conocida la existencia de diversas teorías que configuran el derecho subjetivo[(42)], debido a la brillante discusión de la doctrina más autorizada sobre este punto sólo pueden servir estas líneas para alejarnos de las teorías negacionistas, considerando con DABIN que «el derecho subjetivo es una noción no sólo defendible sino indispensable» ya que resulta imposible «construir el Derecho sin esta noción, porque ella es la traducción inmediata de una realidad elemental: la de que si los hombres están sometidos a una regla social, que por otra parte existe para ellos y para su bien, son, sin embargo, seres individuales»[(43)].

El derecho de emisión, en cuanto que derecho subjetivo, consistiría en una situación de poder concreto concedido a la persona como miembro activo de la comunidad jurídica y a cuyo arbitrio se confía su ejercicio y defensa[(44)]. Añadiendo la existencia de interés a

---

el ordenamiento jurídico español (en particular, en relación con el régimen concursal o con instituciones civiles o mercantiles de garantía), la OECC promoviese el estudio de las implicaciones que en materia de gestión material del registro pudieran tener determinados supuestos. El objetivo sería el anticipar determinadas necesidades en materia de procedimiento e inscripción en el RENADE derivadas, o bien de cambios de titularidad de los derechos de emisión de determinadas instalaciones como consecuencia de procedimientos excepcionales (concursales o de embargo, por ejemplo) o bien de su utilización como garantía o fianza en operaciones de carácter mercantil o privado (operaciones de crédito, por ejemplo)».

(42) Citemos brevemente como representante de las denominadas teorías de la voluntad, que conciben el derecho subjetivo como «poder o señorío de la voluntad», a WINDSCHEID, así como a IHERING como exponente de las teorías del interés, que consideran al derecho subjetivo como un «interés jurídico protegido». Las denominadas teorías conciliadoras o superadoras de la antítesis voluntad-interés intentan aunar ambos factores —es el caso de JELLINECK—, mientras que son representantes de las denominadas teorías negacionistas o negativas DUGUIT y KELSEN. *Vid.* DUGUIT, L., *Traité de Droit Constitutionel*, I, París, 1927; IHERING, R., *La Dogmática Jurídica*, Buenos Aires, 1964; JELLINEK, G., *Sistema dei diritti pubblici subbiettivi*, Milán, 1919; KELSEN, H., *Compendio de Teoría General del Estado*, Barcelona, 1934; y *La idea del Derecho Natural y otros ensayos*, Buenos Aires, 1946; y WINDSCHEID, B., *Tratado de Derecho Civil Alemán*, I, Bogotá, 1987. Realizando un análisis general de todas las teorías expuestas, *cfr.* LACRUZ BERDEJO, J. L. *et alii*, *Elementos de Derecho Civil, I Parte General, Derecho subjetivo. Negocio jurídico*, III, Madrid, 2005, pp. 70-73.

(43) *Vid*. DABIN, J., *El Derecho Subjetivo*, Madrid, 1955, pp. 64-67.

(44) *Cfr.* DE CASTRO Y BRAVO, F., *Derecho civil de España*, I, Madrid, 1984, p. 572, en general sobre el derecho subjetivo. Debemos a CASTÁN TOBEÑAS la configuración del contenido y límites del derecho subjetivo en una definición amplia del mismo, al entenderlo como la facultad de obrar válidamente, dentro de ciertos límites, y de exigir de los demás, por un medio coactivo, en la medida de lo posible, el comportamiento correspondiente, otorgada por el ordenamiento jurídico a un ser de voluntad capaz o de voluntad suplida por la representación para la satisfacción de sus fines o intereses. *Cfr.* CASTÁN TOBEÑAS, J., «El concepto del derecho subjetivo», *Revista de Derecho Privado*, núm. 281, 1942, p. 121; y *Derecho Civil español, común y foral*, I, Madrid, 1994, p. 282.

tal concepto, el derecho subjetivo de emisión sería una situación de poder que el Ordenamiento jurídico atribuye o concede a la persona como un cauce de realización de legítimos intereses y fines dignos de la tutela jurídica[45]. En ambas aproximaciones se confirma que la única idea que califica correctamente al derecho subjetivo es la idea de poder jurídico[46]. Ahora bien, existen otras formas de dicho poder distintas del derecho subjetivo, como son las potestades[47], las facultades[48] y las acciones[49]. De todas estas formas de poder se aleja el derecho de emisión, que no es ni potestad, ni facultad, ni acción, sino una prerrogativa reconocida por el Ordenamiento jurídico para provecho de un particular, en tanto que persona y miembro de la comunidad, para que despliegue una actividad útil a él mismo y al bien común, es decir, es un poder dado a un sujeto por la norma jurídica para proteger un

(45) *Cfr.* DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. y GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, I, Madrid, 2003, p. 432, en general sobre el derecho subjetivo.

(46) Esta idea es compartida por la doctrina civilista española más autorizada. *Vid.* AA.VV. (coord. DE PABLO CONTRERAS, P.), *Curso de Derecho Civil*, III, Madrid, 2008, p. 225, para quienes: «Una determinada situación de poder concreto concedida por el ordenamiento jurídico, sobre cierta realidad social, a una persona a cuyo arbitrio se confía su ejercicio y defensa (DE CASTRO). Este poder jurídico, "institucionalizado y tipificado por el ordenamiento" (DÍEZ-PICAZO y GULLÓN), el cual le dota de significado unitario e independiente y construye en cada caso su contenido, constituye el concepto central desde el cual identificamos la situación jurídica de cada persona (frente a otros sujetos, incluidos los poderes públicos) en la comunidad». *Vid.* AA.VV. (coord. SÁNCHEZ CALERO, F. J.), *Curso de Derecho Civil I, Parte General y Derecho de la Persona*, Valencia, 2010, p. 238, para quienes: «Se trata de un poder reconocido y atribuido por el ordenamiento jurídico a la persona para que, dentro de su ámbito de libertad, actúe de la manera que estime más conveniente a fin de satisfacer sus necesidades e intereses, aunque siempre delimitado por el interés general de la sociedad». *Vid.* ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho Civil I, Introducción y Parte General*, Madrid, 2009, p. 416, para quien: «Por derecho subjetivo entiendo un poder respecto a determinado bien (en sentido amplio, por tanto, bien moral o material, cosa, utilidad, comportamiento, etc.), concedido inicialmente por el Ordenamiento jurídico a la persona para la satisfacción de intereses dignos de protección». *Vid.* LACRUZ BERDEJO *et alii*, *Nociones de Derecho Civil Patrimonial e Introducción al Derecho*, Madrid, 2008, p. 51, para quien: «El derecho subjetivo es la facultad o poder de un sujeto de exigir algo a otro, o eventualmente una abstención a todos, bajo coacción jurídica. Es el lado activo de la relación jurídica». *Vid.* LASARTE ÁLVAREZ, C., *Principios de Derecho civil I, Parte General y Derecho de la Persona*, Madrid, 2006, p. 121, para quien: «Conforme a lo indicado, a la persona se le dota de un ámbito dentro del cual puede desenvolverse para satisfacer sus necesidades e intereses de acuerdo con su propio criterio. Esto implica que se atribuya el poder al sujeto privado de adoptar sus decisiones de manera jurídicamente eficaz; o, lo que es lo mismo, que el Ordenamiento jurídico respalde con los instrumentos que le son propios al poder otorgado a los particulares, tanto frente a los poderes públicos, cuanto frente a los demás particulares. Ese poder que el Ordenamiento otorga o reconoce a los particulares para que satisfagan sus propios intereses, se conoce técnicamente con el nombre de derecho subjetivo».

La jurisprudencia de nuestro más alto Tribunal también conceptúa el derecho subjetivo como poder. La Sentencia del Tribunal Supremo de 22 de septiembre de 1959 establece que el derecho subjetivo es «un poder jurídico atribuido a una voluntad y con aptitud para satisfacer intereses humanos».

(47) En el régimen jurídico del derecho de emisión previsto en la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, no caben las potestades, como poderes jurídicos que se atribuyen a la persona, no para que ésta realice mediante ellos sus propios intereses, sino para la defensa de los intereses de otra persona, de suerte que su ejercicio y su defensa no son libres y arbitrarios, sino que vienen impuestos en atención a los intereses en cuyo servicio se encuentran dados. *Cfr.* DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. y GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema…*, *op. cit.*, p. 417.

(48) Las facultades son las posibilidades de actuación que se atribuyen a la persona como contenido de un derecho subjetivo más amplio o, aisladamente, con independencia de cualquier tipo de derecho. *Cfr. ibíd.*, p. 417. Las facultades, concretamente de emitir y disponer, son contenido del derecho de emisión, no el derecho mismo.

(49) Hemos hecho referencia a la protección jurídica que recibe el derecho de emisión como parte del contenido del derecho subjetivo. La protección jurídica consiste básicamente en poder acudir a los Juzgados y Tribunales para la defensa del mismo. En tal supuesto el sujeto ejercitará la acción correspondiente, como posibilidad que el individuo tiene de acudir ante los Tribunales de Justicia y reclamar de ellos el pronunciamiento de una decisión. *Cfr. ibíd.*, p. 417.

interés de la persona. El derecho de emisión permite a su titular desplegar una actividad de emisión de una tonelada de CO_2 a la atmósfera que le produce una utilidad, puesto que en el estado de la técnica actual la contaminación de la atmósfera es imprescindible en un proceso empresarial productivo. El ejercicio del derecho de emisión permite a su titular emitir gases de efecto invernadero a la atmósfera sin que le resulte de aplicación el régimen disciplinario correspondiente.

Hemos indicado que la naturaleza jurídica del derecho de emisión de dióxido de carbono como derecho subjetivo se establece por previsión legal. Ahora bien, la Ley 1/2005 no realiza una concreción de tal naturaleza jurídica en una clara omisión de las clasificaciones doctrinales de las categorías del derecho subjetivo. Pese a ello, ya hemos indicado que existen aproximaciones no coincidentes de la doctrina que califican al derecho de emisión de forma más concreta que la dispuesta en la Ley 1/2005, indicando que son derechos patrimoniales, derechos de propiedad, derechos de uso, derechos reales administrativos, derechos de crédito, etc. Debemos señalar que todas las tipologías referidas resultan coherentes con la condición de derecho subjetivo del derecho de emisión, a diferencia de la importante corriente doctrinal que ha calificado al derecho de emisión como autorización administrativa de forma poco acertada.

De hecho, desde una perspectiva administrativista, resultaría más acertada la consideración del derecho de emisión como derecho real administrativo —en todo caso, derecho subjetivo—, que como autorización administrativa; aunque a la primera teoría también se deben realizar importantes objeciones. La corriente doctrinal referida argumenta favorablemente a la consideración de los derechos de emisión como derechos reales administrativos[(50)], en cuanto que derechos reales cuyo objeto son bienes de dominio público[(51)]. Estos mismos autores mantienen también el carácter concesional o pseudoconcesional del derecho de emisión[(52)]. Si bien en el lenguaje del tráfico jurídico y económico se utiliza el

---

(50) SANZ RUBIALES considera que los derechos de emisión «son derechos reales *"administrativos"*, porque son creados por la norma jurídica y asignados a través de una decisión admnistrativa». *Vid.* SANZ RUBIALES, I., «Una aproximación…», *op. cit.*, p. 63. De forma menos concluyente JUNCEDA MORENO afirma que los derechos de emisión participan «de algunas notas típicas de los derechos reales administrativos de uso de la atmósfera». *Vid.* JUNCEDA MORENO, J., *op. cit.*, p. 72.

(51) Se ha planteado la existencia de otros derechos administrativos distintos a los derechos de los particulares sobre los bienes de dominio público; ahora bien, estos otros derechos serían derechos de la Administración sobre bienes de propiedad privada. Es manifiesto que los derechos de emisión no pertenecen a esta última categoría, ya que existen titulares de los mismos distintos a la Administración: los que llamamos sujetos-instalación y sujetos-no-instalación. Sobre la autonomía de los derechos reales administrativos, *cfr.* GONZÁLEZ PÉREZ, J., *Los derechos reales administrativos*, Madrid, 1989, pp. 20-27. En contra de su postura, algunas voces niegan la existencia misma del concepto del derecho real administrativo. *Cfr.* MARTÍNEZ USEROS, E., «Improcedencia de servidumbres sobre el dominio público», en AA.VV. (coord. GASCÓN Y MARÍN, J.), *Estudios dedicados al Profesor García Oviedo con motivo de su jubilación*, I, Sevilla, 1954, pp. 167-172.

(52) SANZ RUBIALES considera que el derecho de emisión es una concesión, si bien reconoce que no tiene carácter demanial. *Vid.* SANZ RUBIALES, I., «Una aproximación…», *op. cit.*, p. 62, para quien:

«Si —como ya se vio— la Administración es la titular originaria de los derechos de emisión (art. 20 RDley), y los asigna a sujetos privados con carácter privativo, está "concediendo" derechos o realizando concesiones; aunque, a diferencia de lo que ocurre con las concesiones demaniales *sensu stricto*, aquí la Administración no se reserva la titularidad del bien sobre el que recae la concesión, sino que, al asignar individualmente las cuotas, se desvincula jurídicamente de la atmósfera (a salvo del poder de policía que debe mantener en todo caso)».

En el mismo sentido que el anterior, *vid.* JUNCEDA MORENO, J., *op. cit.*, p. 71, para quien:

término concesión para referirse tanto al acto administrativo como al derecho que surge de él, o incluso al propio título o certificado expedido por la Administración(53), consideramos conveniente precisar que el derecho de emisión no puede ser calificado, en puridad, de concesión, sino que en todo caso sería el derecho real administrativo nacido de un acto típicamente administrativo como es la concesión. Sea como fuere, la tesis planteada no es pacífica, puesto que existen otros autores que niegan expresamente bien el carácter de derecho real administrativo del derecho de emisión(54), bien su carácter concesional(55). Ciertamente la atribución de la naturaleza jurídica de derecho real administrativo al derecho de emisión no responde de forma totalmente satisfactoria a algunos interrogantes.

En primer lugar, la doctrina mantiene que el objeto del derecho de emisión puede ser bien la emisión misma de una tonelada de CO_2 a la atmósfera(56), bien el propio uso de la atmósfera(57), bien una no-emisión extraordinaria(58). En ninguno de los casos se considera

---

«Pues bien, en relación con este tema, tanto el preámbulo como el artículo 20,1 DL 5/2004, definen como derecho subjetivo a las cuotas o derechos de emisión, pese a gozar, acaso, de caracteres pseudoconcesionales».

También considerando el derecho de emisión como una concesión administrativa, *vid.* GAMBARO, F. L., «*Emissions Trading* tra aspetti publicistici e profili privatistici», *Contratto e Impresa. Europa*, núm. 2, 2004, p. 873, para quien:

«In conclusione, anche se gli argomenti che militano a favore dell'ipotesi di qualificare le quote di emissioni in termini di autorizzazione amministrativa non siano pochi né di poco pregio, potrebbe apparire più consona al nostro ordinamento ed alla nostra tradizione qualificarle come concessione, nel senso che l'emissione di gas ad effetto serra è normalmente vietata (almeno per gli impianti elencati nell'allegato alla direttiva), ma tali emissioni sono consentite in forza della concessione conferita al gestore dell'impianto, specificamente individuato, dalla competente autorità. Osterebbe, tuttavia, alla qualificazione proposta il fatto che, in materia di emissioni di gas ad effetto serra, il procedimento concesssorio diventa, almeno per gli impianti esistenti un atto dovuto per la p.a. sull'ovvio presuposto che l'impianto sia in regola con la normativa applicabile».

(53) Nótese que los derechos reales administrativos pueden surgir de (i) una creación directa por disposición legal, (ii) de un acto administrativo como es la concesión y (iii) de la prescripción como modo de adquirir el derecho.

(54) *Vid.* RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «Los derechos especiales de emisión de dióxido de carbono en el derecho español», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 106, 2007, pp. 124-125; y «El régimen español de comercio de derechos de emisión de dióxido de carbono y su instrumento de articulación», *Noticias de la Unión Europea*, núm. 311, 2010, p. 68, para quien:

«En el mismo sentido, debe descartarse su consideración como derechos reales administrativos, y ello con base en las siguientes consideraciones. En primer lugar, porque, si bien es cierto que dichos derechos son de titularidad originaria del Estado (artículo 20.2 de la Ley 1/2005) no lo es menos que con ellos, como acabamos de reiterar, no se otorga a su titular las facultades derivadas del señorío sobre una cosa. En segundo lugar, porque mediante ellos se otorga la facultad de emitir, es decir, realizar una conducta cuyo sujeto pasivo es el Estado. En tercer lugar, porque el origen de estos derechos no deriva de la autonomía de la voluntad del Estado, esto es, su título constitutivo no es en ningún caso un acto administrativo sino un título legal: el Real Decreto por el que se apruebe el correspondiente Plan Nacional de asignación».

(55) Con el título «Por qué la cuota no es una concesión administrativa» se puede observar un interesante planteamiento de diferentes argumentos sobre la falta de adecuación de los derechos de emisión a las concesiones demaniales en AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *op. cit.*, pp. 196-200. También LASAGABASTER HERRARTE argumenta sobre la falta de adecuación del derecho de emisión al régimen concesional, *cfr.* LASAGABASTER HERRARTE, I., *op. cit.*, pp. 743-744.

(56) *Cfr.* RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «Los derechos…», *op. cit.*, pp. 109-112.

(57) *Cfr.* AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *op. cit.*, pp. 310-312; y SANZ RUBIALES, I., «Una aproximación…», *op. cit.*, pp. 58-59.

(58) *Vid.* ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., «Algunas cuestiones en torno al derecho de emisión de CO_2 y al mercado en que se negocia», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 101, 2006, pp. 12-15; y *El precio...*, *op. cit.*, p. 183.

al derecho de emisión como un derecho sobre un bien demanial, ya que la atmósfera es un bien común y no un bien de dominio público. Precisamente, la condición de la atmósfera como *res communis omnium* es la que aleja al derecho de emisión de la categoría de los derechos reales administrativos. El titular del derecho de emisión no es titular de un derecho real administrativo frente a un sujeto privilegiado como es la Administración, titular del dominio. La Administración no tiene dominio o propiedad sobre la atmósfera, en tanto en cuanto es un bien común, por lo que el derecho de emisión no es una concesión demanial(59).

En segundo lugar, cualquier persona puede ser titular del derecho de emisión, lo que supone la inexistencia de esa situación de privilegio o diferencia en comparación con los restantes administrados que implica la concesión(60). Como hemos indicado, además de las instalaciones, y en el futuro próximo los operadores aéreos, puede intervenir en el mercado cualquier persona física o jurídica que, sin ser titular de una instalación emisora de GEI que realice actividades del Anexo I de la Ley 1/2005, desee intervenir en el mercado de emisiones(61). Por tanto, no son sólo sujetos activos del mercado las instalaciones, o más correctamente los titulares de las instalaciones, sino que cualquier persona puede adquirir y transmitir derechos de emisión, en virtud de lo establecido en los apartados 1 y 2 del artículo 21 de la Ley 1/2005.

Si bien la adquisición originaria del derecho de emisión sólo es posible para los titulares de instalaciones emisoras incluidas en el ámbito de la Ley 1/2005, que cumplan con los requisitos impuestos por dicha norma —fundamentalmente requisitos referentes a la verificación de emisiones e inscripción registral—, la adquisición derivativa de los derechos de emisión se puede producir a favor de cualquier persona física o jurídica debidamente inscrita en el RENADE. La posibilidad de intervención en el mercado de lo que hemos venido

---

(59) En el supuesto de que el derecho de emisión fuese una concesión sería una concesión demanial. La doctrina administrativista distingue entre concesión de servicio público y concesión demanial: por la concesión de servicio público la Administración delega en un particular la gestión de un determinado servicio de carácter general, mientras que en la concesión demanial la Administración permite al particular el uso del dominio público. La primera tiene carácter *in tuitu personae*, por lo que no es transmisible. La segunda es de carácter patrimonial, por lo que sí es objeto de transmisión. *Cfr.* ESTEVE PARDO, J., «El mercado de títulos administrativos: asignación objetiva, reasignación transparente», en AA.VV. (coord. COSCULLUELA MONTANER, L.), *Estudios de Derecho Público Económico, Homenaje a S. Martín-Retortillo*, Madrid, 2003, p. 754. Si se considera a la atmósfera como objeto del derecho de emisión la misma no tiene carácter de bien demanial o bien de dominio público. Coincidimos por tanto con la doctrina que afirma que el derecho de emisión no puede ser una concesión demanial porque la atmósfera —si se sigue la tesis de considerar la misma como objeto del derecho de emisión, en detrimento de la emisión *stricto sensu*— no es un bien de dominio público o bien demanial sino que, como ya hemos indicado, es un bien colectivo o *res communis omnium*. Si la atmósfera no es un bien de dominio público, no es posible la concesión de su uso a un particular mediante un acto administrativo favorable al administrado. Se concede lo que es propio, no lo que es ajeno. *Cfr.* AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *op. cit.*, p. 198; y LASAGABASTER HERRARTE, I., *op. cit.*, p. 743.

(60) Como afirma MARTÍN MATEO, mientras que la concesión implica la adjudicación de determinadas potestades, originariamente administrativas, a un sujeto, lo que supone el otorgamiento de una situación de privilegio respecto de los restantes ciudadanos, la autorización no otorga un nuevo derecho para el particular, sino que simplemente constata la concurrencia de las circunstancias necesarias para el surgimiento y ejercicio de un derecho general. *Cfr.* MARTÍN MATEO, R., *Manual de Derecho Administrativo*, *op. cit.*, pp. 303-311. También, FERNÁNDEZ ACEVEDO hace notar la mayor intensidad del uso que habilitan las concesiones con respecto a las autorizaciones, reconociendo la tradicional distinción entre autorización y concesión. *Cfr.* FERNÁNDEZ ACEVEDO, R., *Las concesiones administrativas de dominio público*, Cizur Menor, 2007, pp. 141-142.

(61) *Vid. supra* el epígrafe II de este trabajo denominado «El sistema de comercio de derechos de emisión».

a denominar en este trabajo sujetos-no-instalación justifica el no considerar al derecho de emisión como una concesión administrativa, porque no supone un privilegio para un sujeto concreto —como por ejemplo sucede en el caso del titular de una concesión minera, o de un transporte en exclusiva— sino que cualquier persona física o jurídica puede ser titular por adquisición derivativa del derecho de emisión, pudiendo ser además cualquier titular de instalación emisora de CO_2, incluida en el Anexo I de la Ley 1/2005, titular originario de los derechos.

En tercer lugar, y al hilo de lo anterior, de conformidad con la previsión de libre transmisibilidad del derecho de emisión establecida en el apartado 3 del artículo 20 de la Ley 1/2005, el derecho de emisión es objeto del tráfico jurídico privado sin estar sometido a ninguna limitación administrativa en el mismo(62). Los negocios jurídicos realizados sobre el derecho de emisión no requieren por tanto ni de dación de cuenta a la Administración, ni de autorización previa de la misma, ni están sometidos a limitación alguna(63), como sucede en el caso de los derechos reales administrativos(64).

En cuarto lugar, la Ley 1/2005 señala expresamente que cuando se produzca una modificación en las características de una instalación que determine un cambio en la autorización y una reducción significativa de emisiones, como consecuencia de mejoras tecnológicas no previstas en la asignación inicial, el titular de la citada instalación mantendrá la asignación

---

(62) *Vid.* AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *op. cit.*, p. 200, para quienes:

«Finalmente, mientras la transmisión de los derechos de emisión no necesita autorización o comunicación a la Administración del Estado, en el caso de las concesiones demaniales, la transmisión debe ser previamente autorizada, tal y como dispone la LPAP [artículos 98.1, 100.b), etcétera]».

En el mismo sentido, *cfr.* LASAGABASTER HERRARTE, I., *op. cit.*, pp. 743-744.

(63) *Vid.* ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., *El precio del aire. Aspectos jurídicos del mercado de derechos de emisión*, Barcelona, 2005, p. 213, para quien:

«El mercado de derechos de emisión se aleja totalmente del modelo bifásico en cuanto al grado de intervención de la Administración en la gestión del derecho de emisión.

Es evidente que el mercado del agua tiene que ser un mercado regulado por las razones ya mencionadas, entre las que cabe repetir, el hecho de que el Estado tiene que velar por el abastecimiento de la población y la gestión del valor ambiental del agua.

En el mercado de las telecomunicaciones, el legislador opta por el establecimiento de una autoridad reguladora, dotada de una cierta independencia, la Autoridad del Espacio Radioeléctrico cuya función consiste en asegurar el buen funcionamiento del mercado en el sector.

En relación con los *slots*, el legislador comunitario establece la necesidad de que un coordinador de (*sic*) su consentimiento a las transmisiones *inter privatos*.

A diferencia de los anteriores, el derecho de emisión circulará en el mercado, sin que medie intervención pública de ningún tipo».

(64) El titular de la concesión necesita de conformidad de la Administración concedente para disponer de ella en el tráfico privado —así se desprende de lo establecido respecto de los derechos reales sobre las obras en dominio público en el apartado 1 del artículo 98 de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, de Patrimonio de las Administraciones Públicas—, con el fin de garantizar la protección del interés público, comprobando que el contenido de la concesión permanece inalterado y que el concesionario cumple, en su caso, los requisitos para ser concesionario. La forma más presente en la normativa de intervención administrativa en los supuestos de disposición de una concesión es la autorización administrativa previa, si bien también se dan supuestos de comunicación o notificación posterior a la Administración. Por el contrario, la disposición o transmisión del derecho de emisión se puede realizar libremente, sin intervención administrativa alguna, bien en relación bilateral entre las partes bien por negociación en las plataformas multilaterales creadas *ad hoc*.

inicial de derechos de emisión[65]. Pese a que algunos autores han argumentado en contra de esta previsión entendiendo que vulnera la finalidad legal de reducción de emisiones a la atmósfera[66], lo cierto es que es una consecuencia coherente con la consideración del derecho de emisión como derecho subjetivo patrimonial. La Administración puede revocar un derecho real administrativo pero sin embargo no puede revocar un derecho de emisión[67], conforme a lo dispuesto en la Ley 1/2005[68].

En último lugar, determinadas previsiones de la Ley 1/2005 dan lugar a situaciones posibles en el régimen de comercio de derechos de emisión que no responden adecuadamente a la configuración de tales derechos como concesiones administrativas. Entre otros supuestos[69], es característica del derecho de emisión la posibilidad de emitir en un ámbito

---

(65) *Vid.* el apartado 8 del artículo 19 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero.

(66) *Vid.* GAMBARO, F. L., «Il recepimento della direttiva "Emissions Trading"», *Contratto e Impresa. Europa*, núm. 1, 2007, pp. 527-528, para quien:

«Il che significa che il gestore dell'impianto chiuso può liberamente disporre delle quote pari alla differenza tra le quote rilasciate per l'anno solare in cui avviene la chiusura e le quote restituite. Se, in ipotesi, il gestore decide di chiudere un impianto all'inizio dell'anno, potrà liberamente disporre, cioè vendere sul mercato, un gran bel numero di quote. Gran bontà di cavalieri antichi o malizioso regalo ai gestori, soprattutto gli elettrici?

Dai primi rapporti trasmessi dagli Stati membri in forza dell'articolo 21 della direttiva 2003/87/CE, si evince che il problema ora esaminato e relativo alla chiusura o sospensione della attività degli impianti autorizzati non sia stato ancora ffrontato in modo soddisfacente a livello dei singoli Stati membri. Infatti la maggior parte degli Stati membri, rispondendo al questionario predisposto dalla Commissione europea al fine di rendere uniformi i rapporti dovuti ai sensi del citato articolo 21 della direttiva, dichiara che nessuna chiusura di impianti è avvenuta nel período considerato e che, pertanto la domanda non sarebbe rilevante. Alcuni Stati rispondono che le quote non sarebbero ancora state emesse, e che il problema dunque, non si pone. Solo Belgio, Danimarca, Ungheria e Regno Unito dichiarano apertamente che le quote di pertinenza ad impiante chiusi verranno trasferite alla riserva per i nuovi entranti. Quest'ultima soluzione ci sembra la più consona e la più atta ad evitare comportamenti speculativi».

(67) *Cfr.* AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *op. cit.*, p. 195.

(68) La retirada de derechos de emisión asignados sería un supuesto de expropiación forzosa, que desencadenaría la consecuente obligación indemnizatoria del Estado, conforme a lo dispuesto en el Capítulo III del Título II de la Ley, de 16 diciembre 1954, de Expropiación Forzosa.

(69) La Ley 1/2005 dispone que la titularidad originaria de los derechos de emisión corresponde a la Administración, si bien tal sujeto también puede ser titular derivativo del derecho. Imaginemos el supuesto consistente en que llegado el fin de un período de cumplimiento, el Estado español tenga que adquirir derechos de emisión en el mercado para el cumplimiento de su obligación de reducción de emisiones establecida en el Acuerdo de Reparto de Carga de la Directiva 2003/87/CE. Si adquiere derechos de emisión españoles, esta situación podría implicar una confusión de titularidades, al ser la Administración concedente y al mismo tiempo concesionaria del derecho real administrativo. De otra parte, como argumento también contrario a considerar el derecho de emisión como una concesión, debemos hacer notar que el concesionario ha de usar la concesión necesariamente, mientras que el titular del derecho de emisión no debe ejercitar el mismo en todo caso. La tendencia del legislador actual es establecer la obligación de ejercer el aprovechamiento de la concesión, es decir, regular la concesión como un derecho de ejercicio obligatorio cuya falta de uso conlleva su propia extinción por caducidad. En este sentido, *cfr.* GARCÍA DE ENTERRÍA Y MARTÍNEZ-CARANDE, E., «El problema de la caducidad de las concesiones de aguas públicas y la práctica de las concesiones en cartera», *Revista de Administración Pública*, núm. 7, 1955, p. 270; GUAITA MARTORELL, A., *Derecho Administrativo. Aguas, Montes Minas,* Madrid, 1986, pp. 150-151; FERNÁNDEZ ACEVEDO, R., *op. cit.*, pp. 253-254; y MARTÍN-RETORTILLO BAQUER, S., *Derecho de Aguas*, Madrid, 1997, p. 268. Esto no sucede en la configuración del régimen jurídico de la Ley 1/2005, donde la falta de ejercicio no implica la extinción del derecho de emisión. Es perfectamente posible el supuesto de adquisición de derechos de emisión por un sujeto con el único fin de obtener la extinción de los mismos, bien por renuncia bien por caducidad. En el sistema español, ello supondría una manifestación del ejercicio de la facultad de disposición del derecho subjetivo por su titular, no la extinción del derecho por su falta de uso.

territorial diferente al Estado de creación de los derechos[70]. Por ejemplo, un sujeto-instalación francés puede entregar derechos de emisión españoles a la Administración General del Estado francés, en proporción a las toneladas de CO_2 emitidas a la atmósfera en su proceso productivo. En este caso extraña el ejercicio de una supuesta concesión en un ámbito territorial distinto al del Estado supuestamente concedente.

V. CONCLUSIÓN

La expresión autorizaciones de emisión empleada por el legislador español en el artículo 2 de la LMV al enumerar como instrumentos financieros a los derivados sobre autorizaciones de emisión no es en absoluto adecuada, ya que obvia la denominación, más acertada a nuestro entender, que empleó para referirse al derecho subjetivo —que no autorización— de emisión en la Ley 1/2005. Además, el empleo de la primera expresión lleva a confusión toda vez que las autorizaciones de emisión, reguladas en los artículos 4 a 8 de la Ley 1/2005, son una realidad distinta del derecho de emisión.

Requiere por tanto el error señalado en la LMV una modificación inmediata de la redacción del referido precepto, por ser la denominación autorizaciones de emisión no ya imprecisa, sino absolutamente incorrecta desde el punto de vista de la naturaleza jurídica de lo que con dicho término se está refiriendo, además de atentar contra el principio de coherencia de nuestro Ordenamiento jurídico. La dicción literal de dos normas de rango legal, la Ley 1/2005 y la LMV, no puede ser distinta para referirse a una misma realidad jurídica: el derecho de emisión.

(70) *Cfr.* LASAGABASTER HERRARTE, I., *op. cit.*, p. 743.

JURISPRUDENCIA

CONCLUSIÓN DEL CONCURSO DE ACREEDORES DE PERSONA FÍSICA Y EXONERACIÓN DEL PASIVO PENDIENTE (A PROPÓSITO DEL AUTO DEL JUZGADO MERCANTIL N.º 3 DE BARCELONA DE 26 DE OCTUBRE DE 2010)*

MATILDE CUENA CASAS

Profesora Titular de Derecho Civil
Universidad Complutense

RESUMEN

En el presente trabajo se analiza la problemática generada por la conclusión del concurso por inexistencia de bienes y derechos del deudor persona física, a la luz de la novedosa solución adoptada en el auto de 26 de octubre de 2010. Se estudian los defectos del sistema legal vigente y los intentos de modificación llevados a cabo en la tramitación parlamentaria de la Ley 38/2011 de reforma de la Ley Concursal, así como las nuevas iniciativas legislativas existentes. Así mismo se efectúa un estudio y crítica de los argumentos utilizados en el auto judicial comentado.

Palabras clave: *Fresh Start, liberación de deudas, concurso de acreedores, insolvencia de persona física, principio de responsabilidad patrimonial universal.*

ABSTRACT

This paper assesses the problems involved in the conclusion of the insolvency proceedings due to inexistence of properties, goods and rights of the debtor that is a natural person in light of the new decision adopted in the court order of October 26, 2010. It peruses the defects of the current legislation and the attempts of its modification within the parliamentary proceedings of the Law 38/2011 which reforms the insolvency proceedings law, as well as the new legislative initiatives. In addition, it analyzes and criticizes the arguments given in the mentioned decision.

Keywords: *Discharge, Fresh Start, Bankruptcy, consumer protection, unlimited liability, Reckless Consumer Lending.*

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. HECHOS Y FUNDAMENTOS DE DERECHO DEL AUTO DEL JUZGADO MERCANTIL N.º 3 DE 26 DE OCTUBRE DE 2010.

* Este trabajo ha contado con la financiación I+D del Ministerio de Ciencia e Innovación, a través del Proyecto DER 2010/17847 sobre «La nueva familia ante el derecho público y privado». Investigadora principal: Matilde Cuena Casas.

III. LA CONCLUSIÓN DEL CONCURSO DE PERSONA FÍSICA POR INEXISTENCIA DE BIENES Y DERECHOS.

1. Las deficiencias de la regulación vigente y los intentos frustrados en la tramitación de la ley de reforma de la Ley Concursal.

2. Las ventajas de la liberación del pasivo pendiente: crédito responsable y solución convencional de la crisis.

IV. LA SOLUCIÓN ADOPTADA POR LA LEY DE REFORMA DE LA LEY CONCURSAL DE 10 DE OCTUBRE DE 2011. LA PROPOSICIÓN DE LEY PRESENTADA POR UPYD EL 27 DE DICIEMBRE DE 2011.

V. LA *JUSTA* PERO *CONTRADICTORIA* SOLUCIÓN JUDICIAL.

1. Exoneración del pasivo pendiente y reapertura del concurso.

2. El comportamiento del deudor. Buena fe y consumo irresponsable.

3. Derecho de alimentos y patrimonio inembargable.

VI. CONSIDERACIONES FINALES.

I. INTRODUCCIÓN

En el contexto de crisis económica severa en el que nos encontramos, el auto del Juzgado mercantil n.º 3 de Barcelona de 26 de octubre de 2010 (ponente: J.M Fernández Seijo) entra de lleno en un tema capital: el problema de la conclusión del concurso de acreedores por inexistencia de bienes y derechos cuando el deudor concursado es una persona física. Es por todos sabido la incidencia que sobre las economías domésticas está teniendo la actual crisis económica, caracterizada por un alarmante índice de desempleo que ha provocado como consecuencia inevitable una ralentización del consumo privado que está incidiendo negativamente en los índices de crecimiento económico de nuestro país. Bloqueado el consumo privado, muchas empresas se ven obligadas a cesar en su actividad por falta de clientes, lo que a su vez genera más desempleo y menos consumo. En resumidas cuentas, estamos sumidos en un círculo vicioso que ha de romperse si pretendemos que se ponga fin a esta crisis estructural que encuentra en el alarmante endeudamiento de las familias uno de sus ejes básicos.

Pues bien, el alto índice de desempleo no sólo está, como digo, ralentizando el consumo de las familias, sino que constituye una de las causas de su insolvencia, familias económicamente sobreendeudadas por obra de un generoso mercado crediticio y consecuencia de una «burbuja inmobiliaria» que ha obligado al consumidor a un sobreendeudamiento hipotecario para adquirir un bien de primera necesidad como es la vivienda habitual[(1)].

(1) Según el informe *Datos sobre el efecto de la crisis en los órganos judiciales* elaborado por el Consejo General del Poder Judicial, las ejecuciones hipotecarias han disminuido en el tercer trimestre del año 2011, pero las cifras siguen siendo muy altas, habiéndose iniciado en dicho periodo 14.894 ejecuciones. Con todo, el número de ejecuciones acumulado en 2011 es de 57.136, cifra menor que en 2010 que fue de 71.488 en el mismo pe-

Literalmente las familias han vivido «al día», sin margen de maniobra para solventar situaciones que no pueden controlar, por lo que cuando éstas han tenido lugar, como es el caso del paro o subidas de tipos de interés en los préstamos hipotecarios, tal sobreendeudamiento ha desembocado en insolvencia.

En este contexto, lo razonable sería un aumento de casos de concursos de acreedores de persona física. Sin embargo, este aumento, aun siendo cierto, no es proporcional a los casos de insolvencia. Los datos son demoledores. A pesar de encontrarse muchos consumidores al borde de la exclusión social, en un momento severo de crisis económica, los casos de concursos de persona física no alcanzan ni el 20% del total[(2)].

Pues bien, el auto objeto del presente comentario entra en el problema de la respuesta que da la LC a la insolvencia de la persona física, particularmente cuando el mismo concluye con la liquidación del patrimonio del deudor y el proceso termina por inexistencia de bienes y derechos (art. 178 LC), quedando impagadas deudas pendientes por insuficiencia de activos. Como se ha señalado, la solución de la LC a esta situación es aparentemente clara (art. 178.2): «en los casos de conclusión del concurso por inexistencia de bienes y derechos, el deudor quedará responsable del pago de los créditos restantes. Los acreedores podrán iniciar ejecuciones singulares, en tanto no se acuerde la reapertura del concurso o no se declare nuevo concurso». Tras la aprobación de la Ley 38/2011, de 10 de octubre de reforma de la LC (en adelante LRLC), se ha añadido un nuevo inciso al art. 178.2 LC: «para tales ejecuciones, la inclusión de su crédito en la lista definitiva de acreedores se equipara a una sentencia firme». Posteriormente me referiré al alcance y origen de este inciso.

De la lectura del precepto citado cabe deducir que concluido el concurso por inexistencia de bienes y derechos, el deudor persona física sigue obligado al abono del pasivo pendiente. No se acoge ninguno de los dos sistemas actualmente vigentes referentes al expediente de liberación de deudas (*discharge*): «la nueva oportunidad» (o *fresh Start),* típica del Derecho anglosajón, ni el sistema de la condonación de la deuda pendiente (*Restschuldbefreiung*)[(3)] propio de la Ley de insolvencia alemana[(4)], figuras pensadas para las personas físicas, pues no tiene sentido para las personas jurídicas que se liquidan en el

---

riodo. A pesar de la disminución el problema no deja de ser de primera magnitud, pues supone la pérdida de un bien de primera necesidad. <http://www.poderjudicial.es/portal/site/cgpj/menuitem.0cb0942aefbda1c1ef62232dc432 ea0/?vgnextoid=45b6aeb3e4164310VgnVCM1000006f48ac0aRCRD&vgnextchannel=3a20f20408619210VgnVCM100000cb34e20aRCRD&vgnextfmt=default> (consultado el 10 de enero de 2012).

(2) <http://www.ine.es/jaxi/tabla.do> (consultado el 27/12/2011). Según los datos publicados por el INE del tercer trimestre del 2011, de un total de 1.489 concursos, 221 lo fueron de persona física sin actividad empresarial y 50 de persona física empresaria. El porcentaje de concursos de persona física es del 18,2%.

(3) ZABALETA DÍAZ, «La condonación de deudas pendientes en el Derecho Concursal alemán», AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, Madrid, 2005, t. I, pp. 911 y ss.

(4) La exoneración de la deuda residual aparece regulada en los parágrafos 286 y ss. de la Ley de Insolvencia Alemana de 5 de octubre de 1994 (*Insolvenzordnung*). Dispone el parágrafo 286 que «si el deudor es persona física, queda liberado frente a los acreedores de la insolvencia, de conformidad con los parágrafos 287 a 303, de las obligaciones no cumplidas en el procedimiento de insolvencia». No todo deudor puede beneficiarse de la liberación de deudas, pues el parágrafo 290 establece determinados supuestos en que la misma no puede decretarse. Se trata de casos que evidencian una conducta desordenada del deudor que ponen de manifiesto su mala fe. Cfr. también el Derecho portugués: arts. 235 y ss. del Código de la Insolvencia y de la Recuperación de Empresas de 18 de marzo de 2004 que introducen la exoneración del pasivo restante

procedimiento de insolvencia, lo que provoca su extinción y con ella la del remanente de la deuda pendiente. No hay que entender, pues, que la exoneración del pasivo pendiente juegue para la persona jurídica, sino que se produce de manera indirecta cuando se produce su extinción jurídica, y que supone la desaparición del obligado a abonar la deuda. Ésta no será exigible, no porque no desaparezca la deuda, sino porque el obligado a satisfacerla deja de existir jurídicamente. No hay sujeto pasivo contra el que hacerla efectiva(5).

Por el contrario, cuando de persona física se trata, el deudor concursado continúa respondiendo de la parte no satisfecha en el procedimiento concursal. No se admite la liberación de deudas, siendo en este punto igual tratado el deudor honesto, de buena fe, que el que no lo es. Y ello a pesar de que se presentaron enmiendas tendentes a mitigar este efecto(6). Sólo si el concurso concluye con la aprobación de un convenio (anticipado o no) cabe una liberación de deudas dentro de los límites que para la quita establece el art. 100 LC en el caso de cumplimiento íntegro del convenio (art. 136 LC). Pero no existe mecanismo liberatorio si el concurso concluye en liquidación.

A diferencia de lo que sucede con la persona jurídica, si se trata de deudor persona física, dado que ésta, perdónese la obviedad, no puede «disolverse» (y si se muere, se declarará en concurso la herencia, art. 1.2 LC), es responsable del pago de los créditos restantes (art. 178.2 LC), pudiendo los acreedores iniciar ejecuciones singulares y decretarse, en su caso, la reapertura del concurso de deudor persona natural dentro de los cinco años siguientes a la conclusión del mismo (art. 179 LC). En este punto, todo en aplicación escrupulosa del principio de responsabilidad patrimonial del art. 1911 Cc. El concursado individual no puede exonerarse de la responsabilidad por las deudas insatisfechas(7), a pesar de que su insolvencia sea de buena fe (no culpable) y no le alcanza el beneficio habitual de las personas jurídicas que se extinguen y cancelan. Se produce el fenómeno que la doctrina alemana denominó «torre del deudor» (*Schuldturm*), expresión con la que se declara que el deudor queda de por vida encerrado en una torre y sin posibilidades de volver a llevar una existencia digna(8). Esta circunstancia hace poco atractivo el proceso concursal para la resolución del problema de la insolvencia de la persona física. Concluido el proceso sin convenio (poco estimulado pues si el mismo no se alcanza, el acreedor no pierde ninguna garantía de su crédito), la situación del deudor concursado es la misma que al iniciar el mismo, pues sigue pesando sobre él todo su pasivo, sin posibilidad alguna de recuperación, habida cuenta del prolongado plazo de prescripción de las acciones. Todo ello hace poco

(5) RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E, «Comentario al auto del JM n.º 3 de Barcelona, de 26 de octubre de 2010, que extingue deudas concursales de personas físicas», *Aranzadi Doctrinal* n.º 1/2011. BIB 2011/257, p. 7.

(6) Así, en la tramitación parlamentaria del Proyecto de LC de 2002, se presentaron las enmiendas número 560 y 561 por el Grupo Parlamentario Catalán, que pretendieron «introducir un régimen de exoneración para aquellos concursados personas naturales honestos, en relación con las deudas que no hubieran sido satisfechas con el producto de la liquidación concursal, para procurar a estos deudores honestos una segunda oportunidad, un *fresh start*».

(7) Cfr. RUBIO VICENTE, P. J., «A vueltas con las exoneración del pasivo restante en el concurso», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 6, 2007, pp. 134 y ss.

(8) SCHMIDT, K., *Estudio preliminar. Fundamentos del nuevo derecho concursal alemán, La Ley de Insolvencia de 1994 (InsO)*. Traducción al español supervisada por Juana Pulgar Ezquerra. *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001*, dirigidos por García Villaverde. A. Ureba y Pulgar Ezquerra, Madrid, 2002, p. 36.

operativo el procedimiento concursal y justifica que a pesar de la situación económica actual, sean escasísimos los concursos de persona física[9].

En esta problemática se adentra el auto objeto del presente comentario en el que se hace una novedosa interpretación de la LC que conduce a la *aparente* exoneración del pasivo pendiente del deudor persona física.

II. HECHOS Y FUNDAMENTOS DE DERECHO DEL AUTO DEL JUZGADO MERCANTIL N.º 3 DE 26 DE OCTUBRE DE 2010

En cuanto a los hechos enjuiciados en el auto citado, se trataba de un concurso de dos deudores persona física que no realizaban actividad empresarial. Liquidado el patrimonio de los deudores, es la administración concursal la que solicita la aprobación de las cuentas y la exoneración de las deudas no satisfechas en la fase de liquidación. Hay que destacar, pues, que es la administración concursal la que solicita la medida.

Se trata de dos pensionistas que perciben como ingresos mensuales 908,87 euros y 1.462,59 euros respectivamente. En el informe definitivo de la administración concursal se fija la cantidad debida por créditos ordinarios en 108.287,87 euros. Así mismo, existe un crédito hipotecario cuya cuantía no consta en los hechos, pero que resultó satisfecho en su integridad tras la conclusión de la fase de liquidación. En definitiva, enajenada la vivienda, único activo de los concursados, se abonó el préstamo hipotecario, todos los créditos contra la masa y el 45,9% del crédito ordinario. Liquidado el patrimonio de los deudores, resta por abonar la cantidad de 58.692,02 euros. Éste es el pasivo pendiente.

Por otro lado, debe ser resaltado el hecho de que los concursados presentaron propuesta de convenio con dos alternativas, la primera una quita del 60% y una espera de 5 años, y la segunda una quita de 50% y una espera de 6 años. No se pudo constituir la junta de acreedores dado que no comparecieron acreedores ordinarios que facilitaran el quórum de asistencia, dado que solo consta la presencia de una acreedor que apenas representa 9.510 euros. El proceso concluye, pues, con la liquidación del patrimonio de los deudores, es calificado de concurso fortuito, planteándose lo que acontece con los 58.692,02 euros pendientes de abonar, dado que se dan todos los presupuestos para la conclusión del concurso (art. 176.4 LC). No son posibles acciones de reintegración y los acreedores insatisfechos no se opusieron a la conclusión del concurso.

Posteriormente se pasa a analizar la posición jurídica de los deudores tras la conclusión del concurso, partiendo de la regla contenida en el art. 178.2 LC: el deudor quedará responsable del pago de los créditos restantes, lo cual constituye «un traslado al ámbito concursal del principio de responsabilidad patrimonial universal del art. 1911 CC —el deudor responde con sus bienes presentes y futuros—, con la salvedad de que la responsabilidad con

(9) La ausencia de un expediente de liberación de deudas no es la única deficiencia que presenta la LC: existe un auténtico maltrato jurídico en el tratamiento de la insolvencia de la persona física. Un tratamiento más general al respecto, cfr. CUENA CASAS, M., «Algunas deficiencias de la Ley Concursal ante la insolvencia de la persona física», *Revista Aranzadi Doctrinal* num. 7/2009, BIB 2009/1746. BELTRÁN SÁNCHEZ, E., «El concurso de acreedores del consumidor», en *Endeudamiento del consumidor e insolvencia familiar*, coordinado por Cuena Casas, M. y Colino Mediavilla, J.L., Thomson Civitas, 2009, pp. 95 y ss.

los bienes presentes se articularía dentro del procedimiento concursal y la responsabilidad con los bienes futuros —la mejor fortuna— permitiría la reapertura del concurso o una nueva solicitud o declaración, en función de que fuera concurso voluntario o necesario. Estas son las opciones que permiten los artículos 178.2 y 179.1 LC para las personas jurídicas» (Fundamento de Derecho 13). Entiendo que se trata de un error y se está refiriendo a las personas físicas en cuanto alude al art. 178.2 que se atiende a éstas.

Después de describir la situación generada por el derecho vigente, el Juez la confronta con lo que acontece con las personas jurídicas, respecto de las cuales, el art. 178.3 LC relativo a la conclusión del concurso por inexistencia de bienes y derechos dispone que «la resolución judicial que la declare acordará su extinción y dispondrá el cierre de su hoja de inscripción en los registros públicos que corresponda, a cuyo efecto el Secretario Judicial expedirá mandamiento conteniendo testimonio de la resolución firme».

Descrito el régimen y su contraste se afirma que «no habría, por lo tanto, ningún obstáculo formal para aprobar las cuentas del administrador concursal, dar por correctas las operaciones de liquidación y concluir el concurso devolviendo a los dos deudores —a las dos personas físicas— a la situación anterior a la declaración de concurso, es decir, mantener su responsabilidad universal permitiendo a los acreedores el inicio o la reanudación de las ejecuciones singulares».

Posteriormente, el Juez ponente de la resolución judicial realiza una crítica del derecho vigente que previamente ha descrito de aplicación al supuesto planteado, poniendo de relieve las disfunciones que genera.

> «En la medida en la que el concurso se concluye por falta de activos —bienes, derechos o expectativa de percibir uno u otro por medio de acciones que complementaran ese patrimonio—, pervive la deuda y no se puede proceder a la extinción de la personalidad del deudor persona física, se daría la paradoja de que el concurso se concluiría sin que se hubiera superado el presupuesto objetivo del concurso —artículo 2—, la situación de insolvencia por cuanto el deudor seguiría sin poder cumplir regularmente sus obligaciones exigibles. Esta circunstancia determinaría que el deudor hubiera de solicitar de inmediato la reapertura del concurso para hacer frente a las deudas no cubiertas por su patrimonio, deudas que ya eran líquidas, vencidas y exigibles puesto que la apertura de la liquidación habría producido en todo caso el vencimiento de las obligaciones aplazadas —artículo 146.1 Ley Concursal—» (Fundamento de Derecho 15).

La primera crítica, pues, al derecho vigente radica en la inutilidad del proceso concursal para la persona física, por cuanto concluido por inexistencia de bienes y derechos, subsiste la insolvencia y con ella la obligación del deudor de declararse en concurso (art. 5 LC), solicitud que no podría denegarse por inexistencia de masa activa, posibilidad que no está legalmente prevista (Fundamento de derecho 16).

Se entraría así en un círculo vicioso difícil de romper tal y como expone el Juez ponente con particular brillantez:

> «Por lo tanto la conclusión por falta de activos del concurso del deudor persona física sin haber satisfecho la totalidad de los créditos exigiría del deudor responsable la inmediata solicitud de reapertura aún a sabiendas de que su patrimonio ha dejado de

existir puesto que se ha realizado en su práctica totalidad. En la medida en la que no se puede privar al deudor del derecho a acogerse a la solicitud de concurso voluntario al juez no le quedaría otra opción que reabrir o declarar de nuevo el concurso sometiendo al deudor y a la administración concursal a todas sus fases lo que convertiría al deudor concursado en un sosías de Sísifo, el rey de Éfira, obligado a empujar una piedra enorme cuesta arriba por una ladera empinada, sometido a la frustrante expectativa de que al alcanzarse la cima de la colina la piedra siempre rodaba hacia abajo, y Sísifo tenía que empezar de nuevo desde el principio (Odisea, xi. 593). El motivo de este castigo no es mencionado por Homero, y resulta oscuro (algunos sugieren que es un castigo irónico de parte de Minos: Sísifo no quería morir y nunca morirá pero a cambio de un alto precio y no descansará en paz hasta pagarlo)» (Fundamento de Derecho 17).

Se plantea como opción a este resultado, evitar la conclusión del concurso y prorrogar la liquidación si concurre causa justificada para ello, tal y como permite el art. 153 LC, aplicando los ingresos futuros de los deudores al pago de las deudas pendientes. Posibilidad que se descarta en la resolución:

«Podría no concluirse el concurso en atención a la existencia de patrimonio del deudor —las cantidades que periódicamente perciben en concepto de pensión—. Don Hilario percibe una pensión mensual de 1.462,59 euros mensuales, doña María del Pilar una pensión de 908,87 euros. Una interpretación literal del artículo 145.2 de la Ley Concursal permitiría la aplicación de la totalidad de esos recursos al pago de la deuda a costa de que los deudores dejaran de tener derecho a percibir alimentos con cargo a la masa. En este caso el deudor condenado a la inanidad o a la buena voluntad de terceros o del estado podría destinar 2.371,46 euros al mes al pago del crédito ordinario pendiente de satisfacción —58.692,02 euros—; lo que determinaría que el deudor inane hubiera de ver prorrogada la liquidación durante al menos 21 meses —casi dos años— para satisfacer el crédito ordinario, prórroga superior si se tiene que satisfacer el crédito contra la masa que se genere, más los créditos subordinados» (Fundamento de Derecho 20).

«No parece razonable que si la ley concursal no permite la extinción de la personalidad del deudor persona física, no habilite, por medio de la inanición, un fin similar, de ahí que el artículo 145.2 de la Ley Concursal, referido a la extinción del derecho de alimentos, deba ponerse en relación con el artículo 607 de la LEC, referido a los bienes inembargables. No tendría sentido que en el seno del concurso incluso en liquidación no se garantizara la inembargabilidad en términos similares a los de la LEC para evitar situaciones de exclusión social, de ahí que, de conformidad con el RDL 2030/2009 de 30 de diciembre (RCL 2009\2641), que establece para el año 2010 un salario mínimo interprofesional mensual de 633,30 euros; deban preservarse cuando menos estas cantidades a los concursados. Lo que determina que el respecto de la Sra. María del Pilar sólo pudieran aplicarse al pago de los créditos concursales la suma de 82,67 euros mensuales (el 30% de lo que supere una mensualidad del salario mínimo conforme al artículo 607.2.1.ª de la LEC); y respecto del Sr. Hilario 287,98 euros. Lo que quiere decir que si a los deudores se le permitiera ese mínimo inembargable podrían destinar 370,65 euros mensuales, lo que determinaría que saldarían los créditos ordinarios en liquidación en un término de 158 meses, es decir, trece años mínimo (Fundamento de Derecho 21)».

Las posibilidades legales apuntadas conducen, a juicio del juez, a resultados indeseables: una situación de concurso permanente o prolongar la liquidación a plazos excesivamente largos. Aquí podría haber terminado la resolución, aplicando el derecho vigente aunque condujera a lamentables consecuencias.

Sin embargo, se niegan tales resultados postulando una interpretación distinta del art. 178.2 LC, al margen del criterio literal. Se entiende que los acreedores a los que se refiere dicho precepto y los que podrían iniciar ejecuciones singulares tras la conclusión del concurso por inexistencia de bienes y derechos no son los acreedores concursales, sino los postconcursales que son titulares de créditos contra la masa:

> «En este contexto deben interpretarse los efectos que prevé el artículo 178.2 de la Ley Concursal en su sentido que evite una interpretación que aún siendo literal sería perversa ya que conduciría a una situación de concurso permanente, hasta la extenuación, o una liquidación prolongada que iría en contra de los criterios de la propia Ley Concursal, de ahí que la interpretación por la que se abogue sea la de que los acreedores a los que se refiere el artículo 178.2 no deben ser los concursales, sino los postconcursales, dado que sólo ellos —en la medida en la que serían créditos contra la masa desatendidos— podrían buscar en la ejecución singular una opción que no les ha facilitado el concurso» (Fundamento de Derecho 23).

> «Conforme a esta interpretación parece acorde con una interpretación armónica de las normas citadas entender que aunque la liquidación del concurso de persona física no permita la extinción de dicha persona física ni extinción física ni extinción moral por medio de la exclusión social o de dejar al sujeto al albur de la beneficencia pública o privada, haya de optarse por una interpretación de la norma que permita cumplir con los fines del concurso y garantizar si no la extinción de la personalidad, cuando menos la extinción de los créditos concúrsales una vez que se han agotado todas las vías concúrsales para la satisfacción de los créditos» (Fundamento de Derecho 24).

Si los acreedores a los que se refiere el art. 178.2 son los postconcursales, poco más habría que añadir, pues en los hechos que se enjuician habían sido satisfechos todos los créditos contra la masa y, por tanto, al no existir acreedores, la exoneración del pasivo pendiente no sería necesaria. Sin embargo, y en contra de este criterio, el Juez continúa justificando la interpretación adoptada, alegando la buena fe de los deudores:

> «La administración concursal ha fiscalizado las actuaciones de los deudores y el crédito ha merecido la calificación de fortuito, sin que conste que ningún acreedor haya advertido hechos relevantes en orden a la calificación del concurso como culpable. Tampoco se han detectado actuaciones perjudiciales para la masa activa que hayan obligado al inicio de acciones de reintegración —tampoco han sido sugeridas por los acreedores—. Estas circunstancias permiten considerar que en términos concursales el Sr. Hilario y la Sra. María del Pilar son deudores de buena fe, deudores accidentales que se han visto abocados a una situación no deseada de insolvencia definitiva que no puede ser penalizada ni con la conversión del concurso en un purgatorio ni en un continuo retornar de ahí que se opte por una interpretación del artículo 178.2 de la Ley Concursal que permita cancelar o extinguir todo el crédito concursal que no haya sido

satisfecho con cargo a la masa activa del concurso, extinción que no afecta a los créditos que hubieran nacido tras la declaración de concurso (Fundamento de Derecho 28)».

En conclusión: la solución legal es mala y los deudores de buena fe, por lo que ello justifica una «interpretación» del sistema que da una salida de *lege ferenda* al problema del sobreendeudamiento de los consumidores:

«Esta interpretación conecta así con el objetivo, de *lege ferenda,* de dar una salida razonable a las situaciones de sobreendeudamiento de particulares de buena fe habilitando mecanismos que permitan conceder a estos deudores una segunda oportunidad que no les aboque a situación de exclusión social. Esta solución conecta además con las observaciones que la Unión Europea hace sobre los problemas de sobreendeudamiento de los consumidores, el acceso al crédito responsable y el derecho a que el deudor de buena fe pueda recomponer su vida económica en términos similares a los que permiten otras legislaciones del entorno socio-económico español» (Fundamento de Derecho 29).

Se trata pues de una resolución que contiene consideraciones de *lege ferenda* y con base en las mismas resuelve el problema, lo cual, como trataré en el comentario, no deja de ser llamativo.

Finalmente se resuelve en el fallo:

«La aprobación de la rendición de cuentas realizada por el administrador concursal de don Hilario y doña María del Pilar, ordenando la conclusión del procedimiento concursal por inexistencia de bienes o derechos realizables de los concursados, debiendo tener por extinguidas las deudas concursales que no hayan podido ser satisfechas con cargo a la masa activa del concurso. Sin perjuicio de las posibilidades de reapertura del concurso o una nueva declaración si aparecieran nuevos bienes o los deudores vinieran a mejor fortuna. Ordenando el levantamiento de los efectos de la declaración de concurso en las personas declaradas en tal situación y ordenando el cese del administrador concursal».

Como se puede apreciar, realmente no se aprueba una exoneración definitiva del pasivo pendiente, puesto que se prevé la posibilidad de reapertura del concurso si aparecen nuevos bienes o los deudores vinieran a mejor fortuna. Parece pues que se trata de una «exoneración», *rebus sic stantibus*, mientras persistan las circunstancias actuales.

III. LA CONCLUSIÓN DEL CONCURSO DE PERSONA FÍSICA POR INEXISTENCIA DE BIENES Y DERECHOS

1. Las deficiencias de la regulación vigente y los intentos frustrados en la tramitación de la ley de reforma de la Ley Concursal

Una de las principales aportaciones que presenta la resolución judicial objeto del presente comentario es la de poner de relieve las disfunciones que genera la actual regulación

concursal al tratamiento de la insolvencia de persona física. Efectivamente, la actuación del principio de responsabilidad patrimonial universal del art. 1911 Cc que implica que el deudor responde de sus obligaciones con todos sus bienes presentes y futuros supone que caso de que, tras la liquidación del patrimonio del deudor, éste carezca de bienes para abonar todo el pasivo pendiente, concluido el concurso, los acreedores concursales podrán iniciar ejecuciones singulares contra el deudor para la satisfacción de sus derechos de crédito. A diferencia de lo que acontece con las personas jurídicas que se extinguen por disolución (art. 178.3 LC), la persona física arrastra el lastre de su pasivo pendiente, lo cual le impide remontar, por cuanto si reinicia su actividad y obtiene nuevos ingresos, los mismos serán agredidos por los acreedores procedentes de su actividad anterior.

Ello se traduce en una inutilidad del procedimiento concursal para la persona física[10] que ve cómo, tras ser liquidado su patrimonio, su situación de insolvencia subsiste, lo que le obligaría a volver a declararse en concurso (art. 5 LC), situándose, como se señala en el auto comentado, en situación de *concurso permanente*. El deudor sigue siendo insolvente y debería solicitar la reapertura del concurso que sería ahora un *concurso sin masa*, recientemente regulado tras la LRLC de 10 de octubre de 2011 en el art. 176 bis LC. Con el nuevo texto queda claro que es preciso declarar el concurso aun cuando conste desde el inicio la inexistencia de bienes suficientes incluso para sufragar los propios gastos del procedimiento. La novedad radica en que si dicha insuficiencia es patente desde el mismo momento de la declaración, el juez puede valorar tal circunstancia y previa declaración del concurso acordar en el mismo auto su conclusión cuando se aprecie de manera evidente que el patrimonio del concursado no será presumiblemente suficiente para la satisfacción de los previsibles créditos contra la masa del procedimiento ni es previsible el ejercicio de acciones de reintegración, de impugnación o de responsabilidad de terceros[11]. Con todo, el efecto de la conclusión del concurso por insuficiencia de la masa activa es el mismo que cuando ésta tiene lugar tras la liquidación: el deudor quedará expuesto a las acciones de los acreedores que han quedado insatisfechos en el procedimiento concursal.

El diagnóstico realizado en dicha resolución es, desde luego, certero. Se explica con una claridad y brillantez digna de elogio y supone una llamada de atención al legislador acerca de las injusticias que el sistema está generando para las economías domésticas, provocado por la potencia con la que juega el principio de responsabilidad patrimonial universal. Obvio es decir que el elemento responsabilidad es consustancial al derecho de crédito, en cuanto no puede existir un deudor en sentido jurídico que no responda de sus obligaciones. No procede cuestionar dicho principio esencial, sino reflexionar si convendría en determinadas hipótesis mitigar su intensidad, restricciones que ya existen en nuestro orde-

(10) En contra, JIMÉNEZ PARÍS, T., «El *fresh start* o nueva oportunidad para el deudor sobreendeudado de buena fe. A propósito del Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Barcelona, de 26 de octubre de 2010», *RCDI* 2012, n.º 729, pp. 516 y ss. Para esta autora el procedimiento concursal tiene «efectos beneficiosos indudables» y ello a pesar de que «las cifras de concurso de persona física en España son cuantitativamente anecdóticas». Evidentemente, es útil el procedimiento para satisfacer los intereses de los acreedores, tal y como menciona la autora citada, pero inútil para la recuperación del deudor que no encuentra estímulo alguno a la declaración tempestiva del concurso. Ello a diferencia de lo que sucede con el deudor persona jurídica (art. 178.3 LC).

(11) SENENT MARTÍNEZ, S., «Concurso sin masa y protección de los consumidores», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 15, 2011, p. 141.

namiento jurídico cuando aborda el patrimonio inembargable en la Ley de Enjuiciamiento Civil (arts. 605 y ss.).

En la mayoría de los países de nuestro entorno(12) se ha restringido el principio de responsabilidad patrimonial universal en el marco del procedimiento de insolvencia de persona física, con el objeto de recuperar al deudor insolvente. De hecho, a nivel europeo se aconseja una intervención en esta materia a nivel comunitario(13).

Básicamente existen dos modelos respecto al tratamiento concursal de la persona física insolvente. El *modelo anglosajón «volver a empezar»* (*fresh start* o *discharge*), adoptado también en algunos países europeos, se basa en los principios de liquidación inmediata del patrimonio no exento del deudor y la condonación directa de las deudas no pagadas, a excepción de las deudas jurídicamente no condonables. Este modelo tiene como fundamentos la responsabilidad limitada del deudor, la división del riesgo con los acreedores y la necesidad de recuperar lo más rápidamente posible al deudor para la actividad económica y el consumo, además de una clara voluntad de no estigmatizar a la persona sobreendeudada(14).

Una vez ejecutado el patrimonio embargable del deudor persona física de *buena fe,* el pasivo restante queda exonerado por decisión judicial y sin consentimiento del acreedor. Aunque el deudor obtenga en el futuro nuevos ingresos, éstos no podrán ser utilizados para el pago de deudas *anteriores* a la declaración de concurso. El deudor puede «volver a

---

(12) Francia, Estados Unidos, Alemania, Suecia, Portugal, Italia, Irlanda, Bélgica, Dinamarca, Polonia, Reino Unido, Austria, Finlandia. Un estudio comparativo a nivel europeo, cfr. PROYECTO DEL «PROCEDIMIENTO BEST» SOBRE REESTRUCTURACIÓN, QUIEBRA Y NUEVO COMIENZO. INFORME FINAL DEL GRUPO DE EXPERTOS. Dirección General de Empresa. Comisión Europea. 2003. <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme2chance/doc/failure_final_es.pdf>. En este proyecto se realizan recomendaciones a los Estados miembros y entre ellas destaca: «La rápida liberación de responsabilidad por deudas pendientes es decisiva para promover los nuevos comienzos y la actividad empresarial. Dado que, hasta cierto punto, implica un tratamiento *de gracia*, tal exoneración debe estar sujeta a ciertas condiciones (por ejemplo, el consentimiento de los acreedores; el pago de la parte de las deudas, cuando sea posible; el examen de la conducta del deudor o la cooperación con el administrador judicial y la plena información sobre los activos y el pasivo). Ciertas deudas podrían quedar excluidas (aquéllas que la legislación nacional establezca)».

(13) Cfr. Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre «El Crédito y la exclusión social en la sociedad de la abundancia», DOCE 2008/C 44/19: «La diversidad de los sistemas establecidos en cada uno de los países que los han desarrollado, no sólo en Europa sino también en el resto del mundo, combinada con su ausencia en otros países, favorece una situación de desigualdad de oportunidades que genera injusticia social, por un lado, y que distorsiona y obstruye la plena realización del mercado interior, por otro. Eso justifica una intervención proporcional de la Unión Europea, cuyo fundamento jurídico indispensable puede encontrarse en el derecho primario».

(14) La regulación concursal en USA es federal, contenida en el *US Code,* que dedica el Título 11 a los distintos procedimientos concursales. Dicho título 11 es denominado Código de Insolvencia (*US Bankruptcy Code*), y aborda con carácter general la insolvencia de la persona física y la insolvencia de sociedades. Dentro del Título 11 del *US Code*, la persona física puede optar por cuatro procedimientos: Capítulo 7 (liquidación), Capítulo 11 (reorganización), Capítulo 12 (explotación agraria o pesquera familiar) y Capítulo 13 (personas físicas con ingresos regulares). En la práctica, los procedimientos más utilizados son realmente dos: Capítulo 7 y 13. Cualquiera que sea la vía utilizada, la declaración de concurso provoca la paralización de las ejecuciones individuales, incluso aquellas que son consecuencia de un crédito con garantía real. Si el deudor opta por el procedimiento del Capítulo 7, se procede a la liquidación de su patrimonio no exento y el pasivo pendiente queda exonerado (salvo determinadas deudas que no se liberan) de manera automática. El procedimiento contemplado en el Capítulo 13 o de reorganización consiste en la elaboración de un plan de pagos. Acceden a este procedimiento personas naturales con ingresos regulares y un pasivo limitado. La exoneración de deudas queda supeditada al cumplimiento de un plan de pagos que se llevará a cabo en 3 ó 5 años.

empezar», iniciar una nueva actividad empresarial o profesional con la tranquilidad de que los nuevos ingresos que genere podrán ser utilizados para crear más actividad económica y no serán embargados por los acreedores que no consiguieron cobrar en el procedimiento concursal. Constituye una medida fundamentada en razones humanitarias y económicas en cuanto incide en la productividad económica(15).

A pesar de que *a priori* parece que el sistema absorbe la mala suerte del deudor, particularmente sus acreedores, se entiende que toda la sociedad se beneficia de la liberación del deudor, en tanto, exonerado de su pasivo pendiente, ésta recupera un miembro que puede ser productivo para la sociedad. Es la denominada teoría de la utilidad social o teoría humanitaria(16). Cuando un hombre honesto tiene mala suerte y quiebra financieramente, la sociedad no gana nada manteniéndolo hundido y, sobre todo, ello no beneficia a los acreedores, puesto que de igual manera no van a ver satisfechos sus créditos por cuanto la supervivencia de sus derechos de crédito bloquea la capacidad productiva del deudor y, por tanto, la posibilidad de cobro por parte de aquéllos(17). El sistema nace, pues, con un planteamiento claro: la rehabilitación del deudor honesto, lo cual contrasta con la mayoría de los sistemas europeos en los que como gráficamente se ha señalado «la filosofía anti-deudor prevalece»(18).

La figura de la exoneración del pasivo pendiente está pensada fundamentalmente para las personas físicas, pues, como he dicho, las personas jurídicas que se liquidan en el procedimiento de insolvencia se extinguen y también el remanente de la deuda pendiente (art. 178.3 LC).

El otro modelo vigente es el *modelo de la rehabilitación*(19), que prevalece en algunos países europeos, y se basa en la idea de que el deudor ha cometido una falta y merece ser ayudado, pero no por ello debe ser exonerado pura y simplemente del deber de cumplir con sus obligaciones (*pacta sunt servanda*). Este modelo, que se fundamenta en la idea de sobreendeudamiento «culpable», ya sea por falta de previsión o simple negligencia, se centra en torno a la renegociación de las deudas con los acreedores con vistas a la aprobación de un plan global de reembolso. Este plan puede negociarse en los tribunales o por vía extrajudicial, y es importante el papel que desempeñan los servicios de asesoramiento y mediación en materia de deudas. La condonación de deudas no es nunca automática como en la ley americana. El deudor tendrá que pasar un período de prueba, durante el que

---

(15) WEISTART, J.C., «The Costs of Bankruptcy», *Law & contemp.probs*, 1977, p. 107.

(16) HOWARD, «A theory of discharge in consumer bankruptcy», 48 *Ohio State Law Journal* 1047 1987, p. 1048.

(17) Discurso. HENDERSON, representante de Iowa en el Congreso. Speech of Hon. Dav. Henderson, in the House of Representatives, Feb. 16, 1898, «A National Bankruptcy Law». Cita tomada de TABB, «A historical evolution of the bankruptcy discharge», *cit*., p. 365. Sobre el fundamento del *fresh start*, WARREN, E., «A Principled Approach to Consumer Bankruptcy», 71 *American Bankruptcy Law Journal*, 1997, p. 493. GEORGAKOPOULUS, «Bankruptcy Law for Productivity», 37 *Wake Forest Law Review* (2002), p. 55: el *Fresh start* evita la destrucción de la productividad individual, incentivándola.

(18) TABB, «A historical evolution of the bankruptcy discharge…», *cit.,* p. 370.

(19) Es el adoptado, entre otros países, en el derecho alemán. Cfr. FERRÉ, J., «La liberación de deudas en el concurso del consumidor (un apunte de Derecho alemán)», *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 7, 2006, pp 205-226. ZABALETA DÍAZ, «La condonación de deudas pendientes en el Derecho Concursal alemán», *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, Madrid, 2005, t. I, pp. 911-922.

destinará una parte de su renta al reembolso de la deuda restante. Sólo después de eso, y a condición de que haya tenido un comportamiento honesto y de buena fe, podrá beneficiarse de la condonación[20].

Lo que es claro es que, admitida la exoneración del pasivo pendiente, ello implica una extinción definitiva de la obligación, de manera que, aunque el deudor venga a mejor fortuna, tales acreedores no podrán reclamar sus derechos al deudor. Por ello el auto objeto del presente comentario no decreta sin más una exoneración del pasivo pendiente, ya que, aunque declara extinguidas las deudas concursales que no hayan podido ser satisfechas con cargo a la masa activa del concurso, deja abierta la posibilidad de «reapertura del concurso o una nueva declaración si aparecieran nuevos bienes o los deudores vinieran a mejor fortuna». Es contradictorio, por tanto, a mi juicio, lo acordado finalmente por el Juez, pues si se extinguen las deudas malamente pueden volver a reclamarse cuando el deudor viene a mejor fortuna. Parece que lo que pretende el Juez es evitar que, no teniendo bienes el deudor o siendo éstos claramente insuficientes, puedan iniciarse ejecuciones singulares hasta que el deudor no venga a mejor fortuna, resolución difícilmente encajable en ninguna figura jurídica civil, ya que no se trata técnicamente de una exoneración del pasivo pendiente, sino más bien una suspensión temporal de la exigibilidad de una obligación.

La clave y utilidad de la exoneración del pasivo pendiente es precisamente la recuperación del deudor[21]. Poco sentido tiene una «exoneración» si cuando el deudor viene a mejor fortuna, el acreedor puede iniciar la ejecución de su derecho. De ahí que constituya una figura clave de estímulo del espíritu emprendedor[22]. El deudor puede tener poco estímulo a trabajar si todas sus ganancias futuras sirven para pagar a sus acreedores. Es más, el sistema «invita» a realizar actuaciones irregulares[23], en tanto que, dado que el deudor si

---

(20) Excepcionalmente, en el caso de Francia, la supresión de la deuda es posible desde el principio del procedimiento cuando el juez considera que no puede esperarse una mejora de la situación de la persona.

(21) Tal y como se establece en la Exposición de Motivos de la LRLD 38/2011 «el deterioro de la situación económica ha acentuado determinados aspectos de la legislación que han resultado disfuncionales y ha puesto de manifiesto el incumplimiento de uno de los propósitos principales de la ley, que es la conservación de la actividad profesional o empresarial del concursado». Por lo tanto, no solo el concurso debe tener como finalidad la satisfacción de los intereses de los acreedores, sino también la recuperación del deudor mediante la conservación de su actividad. Esta finalidad conservativa no debe predicarse solo de los deudores que realizan actividad empresarial, sino también del consumidor que no debe ser condenado a la exclusión social y acreedor de asistencia pública.

(22) Sobre la incidencia de la exoneración del pasivo pendiente en el espíritu emprendedor, cfr. CUENA CASAS, M, «*Fresh Start* y mercado crediticio», *Revista para el análisis del Derecho, InDret*, 2011, <www.indret.com> y también en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1920688>. Cfr. <Entrepreneurship in the EU and beyond A survey in the EU, EFTA countries, Croatia, Turkey, the US, Japan, South Korea and China. Analitical Report. Diciembre 2009. Informe de la Comisión Europea>. En el informe citado se evidencia el bajo nivel de iniciativa empresarial por cuenta propia en España, a diferencia de lo que acontece en otros países. Sobre la directa relación entre la legislación concursal y el espíritu emprendedor, cfr. ARMOUR, J. & CUMMING, D., <Bankruptcy Law and Entrepreneurship>, *American Law and Economics Review*, volumen 10, Issue 2, pp 303 y ss. Así mismo, CELENTANI, M., GARCÍA POSADA, M., GÓMEZ POMAR, F., «El enigma de los concursos empresariales en España y su crisis», <http://www.crisis09.es/enigma.html> (consultado el 2 de enero de 2012) p. 400, analizan las causas de las bajas tasas de concursos empresariales en España y consideran que tales tasas reducidas podrían ser indicativas de que el marco legal desincentiva la asunción de riesgos empresariales, lo que tendría repercusiones obvias sobre el crecimiento y sobre los factores determinantes de éste con mayor riesgo, como la innovación. En definitiva, la legislación concursal tiene importante incidencia en factores de desarrollo de la actividad económica.

(23) En este sentido, RUBIO VICENTE, P., «La exoneración del pasivo, entre la realidad judicial…», *cit.*, p. 244.

llega a mejor fortuna por iniciar una nueva actividad verá agredidos sus ingresos, tratará de actuar a través de testaferros y en la economía sumergida, algo que desde luego no beneficia a nadie y menos al Estado, que se ve privado de ingresos. En la práctica, el principio de responsabilidad patrimonial universal es más teórico que real y su limitación legal a través del recurso de la exoneración del pasivo pendiente no tiene por qué implicar un mayor riesgo crediticio que conlleve necesariamente un aumento del coste del mismo(24). El deudor que no puede pagar por carecer de recursos evita a toda costa actuar «a la luz» precisamente para evitar que tales nuevos recursos sean agredidos por los acreedores, es decir, se encarga personalmente de no tener bienes «futuros». Por lo tanto, el *fresh start* constituye una medida contra la economía sumergida y favorable a la reducción del déficit público, que no supone privar a los particulares de ingresos, sino que implica un estímulo a la actividad económica favoreciendo el espíritu emprendedor.

Por la finalidad apuntada, el régimen de la exoneración del pasivo pendiente, a mi juicio, no debe acotarse desde el punto de vista subjetivo al consumidor, sino que debe ampliarse a toda persona física realice o no actividad empresarial, pues es la condición del persona física la afectada por la severidad de efectos del principio de responsabilidad patrimonial universal. De hecho, al suponer un importante estímulo al espíritu emprendedor, su aplicación a los sujetos que realizan actividades profesionales y empresariales me parece crucial(25). Los inconvenientes del art. 178.2 LC se producen para toda persona física al margen de cómo se gane la vida(26). Esta parece ser la posición asumida por el juez en el auto comentado en tanto que hace referencia constante a la condición de persona física del deudor, al margen de su consideración de consumidor.

En definitiva, el auto acierta en el diagnóstico: el sistema legal actual condena al deudor a la exclusión social y no reporta ninguna solución a la insolvencia de la persona física. Más bien la agrava, pues no sólo genera costes adicionales, sino que además, no se olvide que el art. 146 LC dispone que la apertura de la fase de liquidación provoca el vencimiento de las obligaciones aplazadas.

Y de hecho, no solo el Juez que dicta el auto objeto del presente comentario es consciente de la inutilidad del procedimiento concursal para las personas físicas. También lo es el legislador. Buena prueba de ello han sido los intentos por establecer la exoneración del pasivo pendiente a lo largo de la tramitación parlamentaria de la recientemente aprobada reforma de la LC, Ley 38/2011, de 10 de octubre, en adelante LRLC, a través de la presentación de varias enmiendas tanto en el Congreso como en el Senado(27). En la justificación de la enmienda número 39 presentada en el Congreso de los diputados por Esquerra Republicana —Izquierda Unida-Iniciativa per Catalunya Verds—, que proponía

---

(24) Este aspecto es desarrollado en CUENA CASAS, M., «*Fresh Start* y mercado crediticio», *cit*., pp. 33 y ss.

(25) De hecho, en el derecho italiano, la exoneración de deudas (denominada *Esdebitazione*) resulta solo aplicable a los personas físicas que realizan actividad empresarial, únicas que pueden declararse en concurso (arts. 142-144 Legge fallimentare reformada por Decreto Legislativo de 9 de enero e 2006). Al respecto, cfr. SANTORO, V., «La liberación de deudas ("Esdebitazione") en el Derecho Italiano», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, 2010, n.º 13, pp. 412 y ss.

(26) En este sentido, RUBIO VICENTE, P., «La exoneración del pasivo, entre la realidad judicial…», *cit.*, p. 247.

(27) Las distintas enmiendas presentadas son analizadas en CUENA CASAS, M., «Familia y Concurso de acreedores», *Tratado de Derecho de la Familia,* coordinado por Yzquierdo Tolsada, M. y Cuena Casas, M., t. IV, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2011, pp. 418 y ss.

un procedimiento específico para el tratamiento de la insolvencia del consumidor a través de la adición de una disposición adicional, se señalaba que «se hace imprescindible una reforma que garantice los derechos del deudor consumidor, especialmente en dos ámbitos: 1. Lograr que el concurso de persona física no sea un seguro destino hacia la ruina civil o un continuo círculo de concursos y reapertura de los mismos, manteniendo en constante inseguridad jurídica a los deudores consumidores. 2. Proteger la vivienda con garantía hipotecaria y establecer la posibilidad de extinción total de su deuda en la parte no pagada por inexistencia de bienes, lo que en otros ordenamientos jurídicos se denomina *fresh start*, y que permite al consumidor no arrastrar perpetuamente una deuda que condicione su vida laboral y social»[(28)].

Francamente bien construido era, a mi juicio, el sistema propuesto en el Senado por el Grupo Parlamentario de Entesa Catalana de Progrés (enmienda n.º 136)[(29)], por el que se añade el art. 172 ter que introduce el expediente de liberación de deudas o *fresh start*:

> «1. En el caso de deudor persona natural, la resolución judicial que declare el concurso fortuito podrá acordar motivadamente que, si de la liquidación resulta la inexistencia de bienes y derechos suficientes para satisfacer a los acreedores, la obligación de responder de las deudas subsistentes con los bienes y derechos que obtenga en el futuro prevista en el artículo 1.911 del Código Civil sea limitada temporalmente en consideración a las circunstancias personales del deudor y de su familia. En tal caso, la resolución judicial determinará que, transcurrido un plazo que no podrá ser inferior a tres años ni superior a seis computado desde la fecha de la firmeza del auto de conclusión del procedimiento concursal, el deudor quedará exonerado de la obligación de pagar el pasivo concursal que permanezca insatisfecho y no podrá acordarse si el deudor se hubiera beneficiado de tal mecanismo de exoneración en el período de diez años anterior a la resolución judicial. Esta exoneración podrá ser revocada en el plazo de un año desde que se acuerde, a instancias de cualquier acreedor que justifique que, tras la conclusión del concurso, el comportamiento del deudor haya frustrado negligente o dolosamente las posibilidades de cobro de sus acreedores.
>
> La exoneración no perjudicará a los acreedores cuyos derechos de créditos nazcan con posterioridad a la conclusión del concurso.
>
> 2. Con carácter alternativo a lo previsto en el apartado anterior, siempre que concurran las circunstancias señaladas en el mismo y en consideración a las circunstancias personales del deudor y de su familia, la resolución judicial que declare el concurso fortuito podrá establecer motivadamente, durante el plazo que estime adecuado, un umbral de inembargabilidad de los salarios, sueldos, jornales, retribuciones o pensiones futuras del deudor superior al previsto con carácter general en el ordinal segundo del artículo 607 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. Cualquier persona natural o jurídica con interés legítimo podrá solicitar la modificación de dicho umbral de inembargabilidad cuando acredite el cambio de las circunstancias que justificaron la elevación del mismo en beneficio del deudor.

---

(28) Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados. IX legislatura. Serie A. Proyectos de Ley. 7 de julio de 2011, n.º 119-13.

(29) Boletín Oficial de las Cortes Generales. Senado, serie I, n.º 110-887, de 13/09/2011.

3. En los supuestos previstos en el apartado primero, no será posible la reapertura del concurso y tendrán carácter individual las acciones que, en su caso, se interpongan hasta la fecha en que sea efectiva la exoneración de deudas. Una vez sea eficaz la exoneración de deudas, serán archivadas las acciones individuales en trámite que no hayan sido conducentes y únicamente cabrá la solicitud de un nuevo concurso de acreedores frente al mismo deudor si se cumplen los presupuestos establecidos en esta Ley en relación con deudas nacidas tras la conclusión del primer procedimiento concursal.

4. En las hipótesis previstas en el número 2 anterior no será posible la reapertura del concurso de acreedores, pero los nuevos umbrales de inembargabilidad no podrán oponerse a los acreedores cuyos créditos hayan nacido con posterioridad a la conclusión del concurso».

JUSTIFICACIÓN

La modificación de los artículos 172 y 178, y la introducción del 172 ter, tiene por finalidad de introducir un mecanismo de exoneración al deudor.

En la vigente Ley Concursal, a las personas jurídicas se les permite la extinción de sus obligaciones, con extinción de la personalidad jurídica, en caso de inexistencia de bienes y derecho; y en este supuesto quedan insatisfechas las deudas que no se hayan satisfecho con el patrimonio de la compañía. Por el contrario, no se establece ningún tipo de límite a la responsabilidad del deudor persona natural. Ello comporta además que no exista ningún incentivo para que el acreedor acuerde un convenio con el deudor, lo cual supondría que el deudor se obliga a efectuar los pagos convenidos con el consiguiente esfuerzo para la satisfacción de los créditos. Ante la insolvencia del deudor persona natural deben establecerse mecanismos de colaboración efectiva entre acreedores y deudores destinados a la consecución de soluciones convencionales a la insolvencia.

Se trata de una enmienda que, a mi juicio, está bien diseñada y permite que de manera retardada (en un plazo de 3 ó 6 años) pueda producirse una exoneración del pasivo pendiente. Se parte de un concurso fortuito, excluyendo que puedan acogerse a esta medida deudores de mala fe. Se introduce además una precisión, a mi juicio, oportuna y es la especificación de que no será posible la reapertura del concurso por deudas afectadas por la exoneración que son los créditos concursales. Sólo podrá iniciarse un nuevo concurso por deudas posteriores. Este es el efecto propio de una auténtica exoneración del pasivo pendiente: no es posible la reapertura del concurso por deudas impagadas. Aquí se aprecia que en el auto objeto del presente comentario no se produce una auténtica exoneración, pues se prevé la posible reapertura del concurso «si aparecieren nuevos bienes o los deudores vinieran a mejor fortuna». Por las dudas que pudieran surgir es oportuno recalcar como se hace en la enmienda citada que la exoneración impide tal reapertura. De lo contrario se trataría de una simple suspensión del ejercicio de acciones individuales, algo que es lo que en definitiva decreta el auto citado.

En estrecha relación con la enmienda 136 citada, la número 118 presentada por el mismo Grupo Parlamentario, modifica el art. 178.2 LC[30]:

(30) Boletín Oficial de las Cortes Generales. Senado, serie I, n.º 110-887, de 13/09/2011.

En los casos de conclusión del concurso por liquidación o insuficiencia de masa activa, el deudor quedará responsable del pago de los créditos restantes, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 172 ter. Salvo lo establecido en este último precepto, los acreedores podrán iniciar ejecuciones singulares, en tanto no se acuerde la reapertura del concurso o no se declare nuevo concurso. Para tales ejecuciones, la inclusión de su crédito en la lista definitiva de acreedores se equipara a una sentencia de condena firme.

Caso de que no se produzca la exoneración de deudas, se introduce la novedad de que la inclusión de esos créditos en la lista de acreedores «se equipara a sentencia firme de condena», convirtiéndose en título ejecutivo. Por lo tanto, se facilita la ejecución de los derechos de los acreedores.

Las propuestas se completan con la enmienda (n.º 1) del Grupo Parlamentario Catalán en el Senado de Convergència i Unió en la que se establecía un procedimiento notarial previo adicionando una apartado cuarto al art. 5 LC:

«4. El deber de solicitar la declaración de concurso tampoco será exigible al deudor persona natural que haya iniciado el procedimiento notarial legalmente previsto para promover un convenio con sus acreedores y lo ponga en conocimiento del Juzgado competente para su declaración de concurso. Transcurridos tres meses desde la comunicación al Juzgado, el deudor que no haya alcanzado un pacto con los acreedores, deberá solicitar la declaración de concurso dentro del mes siguiente, si subsiste la insolvencia. A efectos de lo previsto en el párrafo anterior, y dentro del procedimiento notarial legalmente previsto el deudor persona natural podrá promover ante notario un convenio con sus acreedores, sobre la base de los bienes y derechos de que aquél sea titular. El convenio podrá establecer condonaciones y esperas y será vinculante para todos los acreedores a los que el deudor haya notificado fehacientemente el inicio del procedimiento notarial, siempre que se adhieran al mismo acreedores cuyos créditos en conjunto representen más de un 50% del valor total de las deudas sobre cuya existencia e importe exista conformidad con el deudor. A efectos del cómputo no se incluirán los acreedores con garantía hipotecaria o pignoraticia, que sólo quedarán afectados por el contenido del convenio si votan a favor del mismo.

Cualquier persona natural o jurídica con interés legítimo podrá impugnar ante los juzgados de lo mercantil del domicilio del deudor la validez del convenio notarial a que se refiere el párrafo anterior, si se hubiera alcanzado en fraude de acreedores o con preterición negligente de algún bien o derecho o de alguna deuda. La estimación de dicha impugnación determinará el deber del deudor de solicitar la declaración de concurso de acreedores. Los pagos realizados en virtud del convenio serán reintegrables a la masa de concurso.

El acreedor que haya sido omitido en la relación de acreedores incorporada en el procedimiento notarial no quedará vinculado por el convenio que, en su caso, se alcance y podrá ejercitar individualizadamente sus derechos ante los tribunales de justicia para la satisfacción de sus créditos, pero no podrá impugnar dicho convenio».

JUSTIFICACIÓN

Introducir un procedimiento notarial previo, con la finalidad de desjudicializar y promover la solución convencional de la insolvencia del deudor persona natural(31).

Se prevé un procedimiento prejudicial notarial en el que la tarea del notario sería de pura mediación con el objeto de lograr un convenio con las oportunas quitas y esperas. Se trata de evitar la congestión de los juzgados previendo un procedimiento previo preconcursal.

Pues bien, el resultado final no puede ser más lamentable. En el Senado se aprobó el procedimiento preconcursal notarial y no se aceptó la enmienda que establecía la exoneración de deudas. Devuelto el texto al Congreso éste volvió al texto original desestimando las enmiendas que relativas a esta materia se habían aprobado en el Senado, por lo que se mantiene el texto del art. 178 .2 LC en el sentido de que, concluido el concurso por inexistencia de bienes y derechos, podrán iniciar los acreedores ejecuciones singulares, pero se mantiene la modificación del art. 178.2 LC en el sentido de que «para tales ejecuciones, la inclusión de su crédito en la lista definitiva de acreedores se equipara a una sentencia de condena firme». Este inciso que se introdujo a la par que el *«fresh start»*, para aquéllos casos en que éste no fuera de aplicación, reforzándose la posición de los acreedores, se mantiene en el texto finalmente aprobado. Por lo tanto, la LRLC no solo no da una solución a la insolvencia de la persona física acordando la exoneración del pasivo pendiente, sino que incluso se *refuerza la posición de los acreedores* que podrán iniciar ejecuciones singulares tras la conclusión del concurso, con el refuerzo que éste ha dado a su título que por haberse integrado en la lista de acreedores, se convierte en *título ejecutivo* dando más facilidades a lo acreedores que no cobraron del hoy desahuciado deudor concursado. A mi juicio, esto es lo que en definitiva se quiere: reforzar la situación del acreedor a costa de agravar la situación del deudor.

2. Las ventajas de la liberación del pasivo pendiente: crédito responsable y solución convencional de la crisis

Si el concurso concluye con la aprobación de un convenio (anticipado o no), cabe una liberación de deudas dentro de los límites que para la quita establece el art. 100 LC en el caso de cumplimiento íntegro del convenio (art. 136 LC). Pero precisamente la inexistencia de un procedimiento de liberación de deudas tiene un claro «efecto rebote» y es que no favorece la conclusión del concurso por la aprobación de un convenio. Poco interés tienen los acreedores en llegar a dicha solución si el teórico principio de responsabilidad patrimonial universal les permite perseguir al deudor indefinidamente. Este aspecto se evidencia en la resolución objeto del presente comentario, en la que los acreedores ordinarios ni siquiera comparecieron a la junta, que no pudo constituirse por falta de quórum. Si no se aprueba un convenio, los acreedores no tienen nada que perder.

Por el contrario, de existir la posible exoneración del pasivo pendiente, los acreedores tendrán interés en una solución convencional de la crisis, e incluso cabría plantear la posibilidad de instaurar un procedimiento preconcursal, que de lo contrario deviene inútil.

(31) Boletín Oficial de las Cortes Generales. Senado, serie I, n.º 110-887, de 13/09/2011.

De hecho, como se ha señalado, a lo largo de la tramitación parlamentaria de la LRLC de 10 de octubre de 2011, el Grupo Parlamentario Catalán en el Senado de Convergència i Unió introdujo la enmienda n.º 1 en la que se establecía un procedimiento notarial previo adicionando un apartado cuarto al art. 5 LC.

Tal propuesta es sin duda razonable, pero poco operativa si no va acompañada de la instauración del expediente de exoneración del pasivo pendiente. Y ello por las mismas razones por las que está fracasando en la actualidad la solución del convenio. Poco interés tienen los acreedores en llegar a un acuerdo si no tienen nada que perder si no lo logran. Obviamente, el notario carece de potestad para imponer dicho convenio a los acreedores y caso de que no se logre el acuerdo con los acreedores (lo que parece probable si la medida no viene acompañada de una exoneración de deudas que estimule el acuerdo), el deudor deberá iniciar el procedimiento concursal, con una deuda más, como es el pago de la minuta del notario. Que un procedimiento notarial puede ser una solución razonable, me parece claro. Se trata de profesionales más que cualificados para realizar esta tarea. El problema es que esta medida, adoptada de manera aislada, me parece insuficiente y genera gastos a costa del deudor insolvente.

Con todo, esta enmienda fue aprobada en el Senado y desestimada posteriormente en el Congreso.

Sí hubiera sido una medida razonable si, además de haberse aceptado la enmienda que preveía un procedimiento previo notarial, se hubieran aceptado las diversas enmiendas que se presentaron en el Congreso y Senado que establecían el *Fresh Start*. De hecho en la justificación de la citada enmienda n.º 136 presentada por el Grupo Parlamentario de Entesa Catalana de Progrés se hace alusión al papel incentivador del convenio que tiene un sistema de liberación de deudas al entender que la ausencia de éste «comporta además que no exista ningún incentivo para que el acreedor acuerde un convenio con el deudor, lo cual supondría que el deudor se obliga a efectuar los pagos convenidos con el consiguiente esfuerzo para la satisfacción de los créditos. Ante la insolvencia del deudor persona natural deben establecerse mecanismos de colaboración efectiva entre acreedores y deudores destinados a la consecución de soluciones convencionales a la insolvencia».

Por lo tanto, a mi juicio, la instauración del *«fresh start»* no tiene que provocar que la salida natural de la crisis de la persona física sea precisamente la exoneración, sino precisamente un convenio con los acreedores, que es la salida más razonable y deseable para el deudor, pues se satisfacen en parte los intereses de los acreedores y además se produce una rehabilitación del deudor. De hecho, ésta creo que debe ser la finalidad del concurso de acreedores y no solo la satisfacción de los intereses de los acreedores a costa de la condena del deudor a la exclusión social. Éste planteamiento es, a mi juicio, antieconómico y bloquea la generación de riqueza.

Otro efecto reflejo que puede tener la limitación al principio de responsabilidad patrimonial universal que implica la exoneración del pasivo pendiente es el estímulo que puede suponer para la *concesión responsable* de crédito[32] por parte de las entidades financieras, vinculación que hace el juez en el auto comentado (fundamento de derecho 29) cuando

(32) En este sentido, RUBIO VICENTE, «La exoneración del pasivo, entre la realidad judicial y el mito legislativo», cit., p. 235.

concluye que la solución adoptada (la exoneración) «conecta con las observaciones que la Unión Europea hace sobre los problemas de sobreendeudamiento de los consumidores, el crédito responsable (…)» . Es bien sabido que en el origen de la crisis financiera actual se encuentra en un generoso mercado crediticio estimulado desde el propio sistema en la creencia de que el sobreendeudamiento del consumidor estimula el crecimiento económico. Lo cierto es que la experiencia vivida pone de relieve lo erróneo de tal planteamiento. Es evidente que si el crédito fluye y el consumo privado también, la economía crece. Pero ello siempre que exista un crédito responsable y para ello es preciso que el acreedor goce de una información financiera fiable a través de ficheros de solvencia positivos, tal y como señalé en otro lugar(33), para lo cual la Ley de Protección de datos debería ser interpretada a favor de la admisibilidad de tales ficheros.

La noción de crédito responsable está ya recogida en muchos preceptos de nuestra legislación: el art. 14 de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo se refiere a la obligación del prestamista de evaluar la solvencia del consumidor, al igual que lo hace el art. 29 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible(34). Sin embargo, no se establecen consecuencias para el caso de incumplimiento de la obligación del acreedor de evaluar la solvencia del deudor y tampoco se prevén mecanismos legales para que el acreedor pueda obtener una información fiable no tanto del patrimonio del deudor, sino de su *comportamiento crediticio*. Lo decisivo es saber si el deudor ha cumplido en tiempo y forma sus obligaciones, lo cual solo puede tenerse en cuenta a través de ficheros de solvencia positivos(35).

Este planteamiento es claro en el sistema americano. Lo decisivo no es tanto la capacidad económica (que el deudor tenga recursos), sino el *comportamiento del deudor*. Puede suceder que una persona con importante capacidad económica no obtenga crédito por cuanto no sea serio y honesto en el cumplimiento de sus obligaciones y, por el contrario, que se dé la situación inversa. A diferencia de otros países en los que para obtener crédito se requiere tener recursos, y no tener la calificación de impagos, en USA se exige como requisito fundamental ser serio y honesto en el cumplimiento de las obligaciones (información positiva). Como se ha señalado, sería muy pernicioso para la economía que solo se diera crédito al solicitante que tuviera bienes. Ello supondría robar a la sociedad la aportación de «los capaces pero pobres». La capacidad del solicitante y las perspectivas del proyecto que pretende emprender deben ser determinantes para la concesión de crédito y ello supone un estímulo a la productividad(36). En este sentido, los sistemas de concesión de crédito basados en el sistema *credit scoring* con ficheros de comportamiento son efectivos.

---

(33) CUENA CASAS, M, «*Fresh Start* y mercado crediticio…», *cit*., pp. 42 y ss.

(34) Cfr. al respecto, PULGAR EZQUERRA, J, «La responsabilidad de las entidades financieras por concesión abusiva de crédito en Derecho español», en Pulgar Ezquerra, J. (Dir.), *Tendencias actuales en torno al mercado del crédito*, Marcial Pons-Universidad de Almería, Madrid, 2010, p. 128.

(35) Más completa es la base de datos CIRBE (Central de Información de Riesgos del Banco de España), en la que constan todos los préstamos, avales, riesgos que tienen las entidades financieras con sus clientes (siempre que superen los 6.000 euros), pero no aporta información sobre datos de buen comportamiento del deudor. Se informa del pasivo de un determinado deudor y a través de esta base se concede información a las entidades, y además el Banco de España realiza tareas de control de riesgo asumido por dichas entidades.

(36) GEORGAKOPOULUS, «Bankruptcy Law for Productivity», 37 *Wake Forest Law Review* (2002), disponible en <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260208>, p. 11.

Y es que de poco sirve exigir crédito responsable si los prestamistas no pueden acceder de manera rápida y sencilla a una información económica y fiable del consumidor[37]. Y sobre todo, es preciso que con una adecuada valoración del riesgo crediticio, el coste del crédito varíe en función de tal riesgo. Debe existir discriminación de precio en función del riesgo que presente cada deudor.

En España no existe fluidez en la circulación de la información financiera del deudor, siendo públicos sólo los ficheros de solvencia negativos[38] (registros de morosidad), de ahí que sea difícil controlar la concesión abusiva de crédito, estimulada precisamente por la potencia con que en nuestro sistema juega el principio de responsabilidad patrimonial universal. El acreedor puede agredir todos los bienes presentes y futuros del deudor, tiene una garantía solo limitada por el escaso patrimonio inembargable, por lo que su predisposición a una mayor concesión de crédito es superior que cuando se trata de conceder crédito a personas jurídicas, crédito que normalmente debe venir avalado por una persona física que debe arriesgarlo todo. El acreedor no arriesga siendo generoso en la concesión irresponsable de crédito pues siempre, teóricamente, goza de la posibilidad de agredir todos los bienes futuros del deudor hasta conducirle a la exclusión social.

El establecimiento del *fresh start* como límite de carácter excepcional puede estimular una adecuada valoración del riesgo crediticio[39], pues el acreedor debe asumir la posibilidad de que si concede abusivamente crédito, puede ser que «legalmente» no llegue a cobrar. Con todo, y para evitar la restricción generalizada de la concesión de crédito, es preciso abordar otras reformas, como he dicho, admitir la posibilidad de acceder a ficheros de solvencia positivos, discriminación de precio del crédito en función del riesgo y que la concesión abusiva de crédito reciba sanción.

Lo que a mi juicio es claro es que un eventual límite al principio de responsabilidad patrimonial universal puede tener un impacto positivo favorable a la buena praxis del sistema financiero[40], crucial para que la situación actual no se vuelva a producir.

IV. LA SOLUCIÓN ADOPTADA POR LA LEY DE REFORMA DE LA LEY CONCURSAL DE 10 DE OCTUBRE DE 2011. LA PROPOSICIÓN DE LEY PRESENTADA POR UPYD EL 27 DE DICIEMBRE DE 2011

Las enmiendas presentadas a lo largo de la tramitación parlamentaria de la LRLC de 10 de octubre de 2011, a las que he hecho mención y que pretendían introducir la exoneración del pasivo pendiente, no fueron finalmente aprobadas.

---

(37) JENNINGS, A., «The Importance of Credit Information and Credit Scoring for Small Business Lending Decisions, Making Small Business Lending». Profitable: *Proceedings from the Global Conference on Credit Scoring. Global Financial Markets Groups,* IFC,Washington, D.C. 2001, p. 5 y ss.

(38) Cfr. CUENA CASAS, M., «*Fresh start* y mercado crediticio…», *cit*., pp. 42 y ss., donde se analizan los obstáculos de la Ley de protección de datos en materia de ficheros de solvencia.

(39) Recalca este aspecto RUBIO VICENTE, P., «La exoneración del pasivo, entre la realidad…», *cit.*, p. 245.

(40) Analiza tal vinculación POTTOW, John, «Private Liability for Reckless Consumer Lending», *University of Illinois Law Review*, n.º 1, 2007. pp. 405-466. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=96097>.

Los dos partidos mayoritarios (PP y PSOE) acordaron una enmienda transaccional que se ha convertido en disposición adicional única:

«*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*».

Lo primero que cabe preguntar es a qué medidas se refieren. No se ha adoptado en la reforma ninguna que pueda servir precisamente para mejorar la situación de las personas físicas y familias. ¿De qué va a informar el Gobierno? Imagino que se referirá a las adoptadas por Real Decreto-ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios porque en la reforma de la LC no existe ni una sola norma que sirva para mejorar la situación de las personas físicas insolventes. En definitiva, el legislador es consciente del problema y la solución de la reforma es demorar su solución seis meses o más.

Si bien esto sucedía en octubre de 2011, se habían convocado elecciones generales para el 20 de noviembre del mismo año y esos partidos políticos que bloquearon la reforma no dudaron en incluirla en los programas electorales:

El programa electoral del PSOE decía lo siguiente:

«Elaboraremos una ley de insolvencia personal que regulará el reparto equilibrado de los riesgos entre el deudor y el acreedor, sin que ello penalice el crédito futuro, encareciéndolo o restringiéndolo, y garantizando suficientemente la seguridad jurídica en el tráfico mercantil».

La propuesta del PP:

«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».

La propuesta de UPyD:

«Modificar la legislación concursal con la finalidad de introducir restricciones al principio de la responsabilidad patrimonial universal en los procedimientos de insolvencia de la persona física, siguiendo el modelo fresh start*, existente en EE.UU. y también en algunos países europeos. En este sistema, una vez ejecutado todo el patrimonio embargable del deudor, el pasivo restante queda exonerado por decisión judicial sin consentimiento del acreedor, lo que, sin perjuicio de establecer las cautelas necesarias para evitar conductas fraudulentas, permite al deudor iniciar una nueva actividad socialmente productiva».*

Pues bien, acaba de comenzar la legislatura y solo UPyD ha dado un paso al frente en esta materia presentando una Proposición de Ley relativa a la Dación en pago y Protección de las personas físicas insolventes[41]. Se introducen modificaciones en la LC, la Ley de Enjuiciamiento Civil y en la Ley Hipotecaria con objeto de paliar las dificultades que suscita la insolvencia de la persona física y, particularmente, la problemática de la ejecución de la hipoteca que no logra extinguir la deuda hipotecaria, quedando el deudor responsable de la misma a pesar de haber perdido la vivienda. Se entra en la problemática de la ejecución de la hipoteca y las valoraciones de los bienes en el proceso de ejecución, terreno en el que es precisa, a mi juicio, la modificación legislativa.

Respecto a las reformas que se pretenden introducir en la LC, se incorpora la exoneración del pasivo pendiente en un nuevo art. 178 bis, en la línea de la propuesta presentada en el Senado por el Grupo Parlamentario de Entesa Catalana de Progrés, y citada:

«1. Previa solicitud del deudor persona natural, la resolución judicial que declare el concurso fortuito podrá acordar, motivadamente, en el caso de que de la liquidación resulte la inexistencia de bienes y derechos suficientes para satisfacer a los acreedores, que la obligación de responder de las deudas subsistentes con los bienes y derechos que obtenga en el futuro prevista en el artículo 1.911 del Código Civil sea limitada temporalmente en consideración a las circunstancias personales del deudor y de su familia. En tal caso, la resolución judicial determinará que, transcurrido un plazo que no podrá ser inferior a tres años ni superior a cinco, computado desde la fecha de la firmeza del auto de conclusión del procedimiento concursal, el deudor quedará exonerado de la obligación de pagar el pasivo concursal que permanezca insatisfecho.

No podrá acordarse la exoneración si el deudor se hubiera beneficiado de tal mecanismo en el período de ocho años anteriores a la resolución judicial. Esta exoneración podrá ser revocada en el plazo de un año desde que se acuerde, a instancias de cualquier acreedor que justifique que, tras la conclusión del concurso, el comportamiento del deudor haya frustrado negligente o dolosamente las posibilidades de cobro de sus acreedores.

2. En el supuesto previsto en el apartado anterior, no será posible la reapertura del concurso y tendrán carácter individual las acciones que, en su caso, se interpongan hasta la fecha en que sea efectiva la exoneración de deudas. Una vez sea eficaz la exoneración de deudas serán archivadas las acciones individuales en trámite que no hayan sido conducentes y únicamente cabrá la solicitud de un nuevo concurso de acreedores frente al mismo deudor si se cumplen los presupuestos establecidos en esta Ley en relación con deudas nacidas tras la conclusión del primer procedimiento concursal».

Se introduce un nuevo art. 178 ter donde se establecen los requisitos para la exoneración del pasivo pendiente:

«1. Para que el Juez pueda declarar la exoneración del pasivo pendiente con arreglo a lo dispuesto en el artículo 178 bis es preciso que la misma sea solicitada por el deudor antes de la aprobación judicial del informe realizado por la administración concursal.

(41) Boletín Oficial de las Cortes Generales de 27 de diciembre de 2011. X legislatura. Serie B. N.º 11-1.

2. No podrá ser decretada la exoneración del pasivo pendiente cuando el concurso haya sido declarado culpable o que el deudor haya sido condenado por delitos contra el patrimonio contemplados en el Título XIII del Código Penal en los diez años anteriores a la declaración de concurso.

3. Tampoco podrá decretarse la exoneración del pasivo pendiente cuando la situación de insolvencia se haya producido por circunstancias previsibles y evitables».

Esta reglamentación relativa a los requisitos de la exoneración carece de antecedentes en los trabajos previos a la reforma y establece mecanismos de control acerca del comportamiento del deudor que sería beneficiario de la exoneración, evitando que puedan acogerse al mismo deudores cuya insolvencia es imputable a conducta negligente.

El sistema se completa con la previsión de un procedimiento preconcursal notarial regulado en el art. 5 ter. Liberación de deudas y procedimiento preconcursal sí constituyen dos medidas que deben adoptarse de manera conjunta y que evitarán el colapso judicial que un eventual «efecto llamada» podría producir.

Por último, y como medida complementaria de protección, se prevé la suspensión de la ejecución de la hipoteca que pesa sobre la vivienda familiar, promoviéndose una modificación del art. 56 LC.

Pues bien, presentada esta proposición en el Congreso de los Diputados, fue apoyada por todos los grupos parlamentarios, que alabaron su calidad técnica, y rechazada por el Partido Popular que, si bien alabó también su calidad técnica, entendió que se solapaba con las medidas recientemente adoptadas en el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de Medidas Urgentes de Protección de deudores hipotecarios sin recursos. No había incompatibilidad entre ambas normas, máxime en lo que atañe a la insolvencia de la persona física cuya respuesta debe encontrarse en la reforma de la LC, a diferencia del problema del sobreendeudamiento hipotecario cuya solución no puede llevarse a cabo por medio del *«Fresh Start»* que nunca se aplica a obligaciones garantizadas con hipoteca. La justificación del rechazo no tenía por base razones jurídicas.

V. LA *JUSTA* PERO *CONTRADICTORIA* SOLUCIÓN JUDICIAL

1. Exoneración del pasivo pendiente y reapertura del concurso

Comparto pues las consideraciones que se llevan a cabo en el auto de 26 de octubre de 2010 en relación con el diagnóstico del problema que plantea la conclusión del concurso por inexistencia de bienes y derechos que condena a la inanición al deudor persona física. Precisamente la importancia del auto que comento sea precisamente la de poner sobre la mesa un problema extraordinariamente grave en la coyuntura actual y que probablemente motivó los intentos de solución que se llevaron a cabo a lo largo de la tramitación parlamentaria de la LRLC. Otra cosa es que finalmente no se haya logrado la modificación legislativa que esta resolución judicial postula.

Entrando ahora en la argumentación concreta sobre la que se asienta la resolución citada, lo cierto es que, a mi juicio, cabe hacer varias precisiones.

En primer lugar, y como ya he señalado, en el auto no se decreta finalmente una exoneración del pasivo pendiente, en tanto se prevé la posible reapertura del concurso en el supuesto de que los deudores vengan a mejor fortuna o aparecieran nuevos bienes. Este efecto es contradictorio con una exoneración en sentido estricto. Tampoco establece un plan de pagos. La solución a la que llega es intermedia y bastante discutible desde el punto de vista de la teoría general de la obligación, porque declara extinguidos los créditos pendientes y, sin embargo, permite una reapertura del concurso si los deudores vienen a mejor fortuna o aparecen nuevos bienes. De ahí que se haya dicho que el auto establece una exoneración del pasivo pendiente condicional o provisional, no definitiva, que en última instancia lo que impide es el inicio de ejecuciones singulares por los acreedores o el surgimiento de una hipotética obligación de solicitar inmediata reapertura del concurso, pero no la reapertura o la declaración de un nuevo concurso, si aparecieran nuevos bienes o los deudores llegasen a mejor fortuna[42]. Lo que sucede es que hablar de «exoneración condicional o provisional» tampoco es correcto desde la más estricta técnica jurídica, pues si la deuda se ha extinguido malamente puede renacer. Más bien parece decretarse una suspensión del ejercicio de las acciones que corresponden a los acreedores concursales impagados (que, sin embargo, no parece afectar al plazo de prescripción de las mismas), de caracteres propios, pues aunque escasos, los deudores tienen ingresos ejecutables que exceden del patrimonio inembargable, que podrían ser ejecutados. La aportación de la resolución radica en evitar el ejercicio de las acciones derivadas de los créditos pendientes a pesar de existir bienes susceptibles de ejecución (en la línea del supuesto contemplado en el art. 152.2 LC) y de admitir la reapertura del concurso solo si aparecen nuevos bienes.

2. El comportamiento del deudor. Buena fe y consumo irresponsable

La solución adoptada en el auto comentado se justifica en la buena fe de los deudores, en que se trata de un concurso fortuito, «que no se han detectado actuaciones perjudiciales para la masa activa que hayan obligado al inicio de acciones de reintegración». De estos hechos se deduce que los concursados «son deudores de buena fe, deudores accidentales que se han visto abocados a una situación no deseada de insolvencia definitiva. La buena fe de los deudores es decisiva en los sistemas que admiten la exoneración definitiva del pasivo pendiente. Pero como he señalado, ésta no es decretada en el auto comentado, por cuanto se podrá reabrir el concurso si los deudores llegan a mejor fortuna. La buena fe se tiene en cuenta a los efectos de decretar esta especie de «suspensión» de las ejecuciones, que es lo que en definitiva se hace en el auto comentado.

Siguiendo el hilo argumental, la referencia a la buena fe es ociosa. Me explico. El fundamento legal de la resolución es una interpretación *particular* del art. 178.2 LC ya que se entiende, al margen del tenor literal del precepto, «que los créditos a que tal precepto se refiere no son los créditos concursales, sino los postconcursales, dado que solo éstos —en la medida en que serían créditos contra la masa desatendidos— podrían buscar en la ejecución singular una opción que no les ha facilitado el concurso» (Fundamento de derecho 23). Es loable el esfuerzo interpretativo que realiza el juez, pero a mi juicio el art. 178.2

(42) JIMÉNEZ PARÍS, T., «El *fresh start* o nueva oportunidad para el deudor sobreendeudado de buena fe. A propósito del Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Barcelona, de 26 de octubre de 2010», cit., p. 530.

LC no distingue entre ambos tipos de créditos, y tanto los que tienen la consideración de créditos contra la masa como los concursales resultan impagados y pueden buscar en la ejecución singular una opción que no les ha facilitado el concurso. De hecho, poco sentido tiene la suspensión de la prescripción de acciones contenida en el art. 60 LC, si el art. 178.2 LC solo tiene como ámbito de aplicación a los créditos postconcursales. Efectivamente, el art. 60.1 LC prevé que «desde la declaración hasta la conclusión del concurso quedará interrumpida la prescripción de las acciones contra el deudor por los créditos anteriores a la declaración». Tal plazo de prescripción interrumpido por la declaración de concurso, «se iniciará nuevamente, en su caso, en el momento de la conclusión del concurso». Poco sentido tendría esta norma si se interpreta que el art. 178.2 solo afecta a créditos postconcursales(43).

Pero es que si se sigue la interpretación propuesta en el auto citado, la referencia a la buena fe es innecesaria, porque si se refiere a los créditos postconcursales, todos los créditos contra la masa habían sido satisfechos, tal y como se declara en el fundamento de derecho octavo. Por lo tanto, no habría pasivo que exonerar, pues si la ejecución singular solo cabe contra créditos contra la masa y estos créditos no existen y solo hay créditos concursales a los que no se referiría el art. 178.2 LC y, por tanto, no cabría reclamar *ex lege* por la vía del inicio de ejecuciones singulares.

Lo que no cabe es decir que el art. 178.2 LC solo permite iniciar ejecuciones singulares de créditos postconcursales y que la resolución definitiva del auto sea una *pseudoexoneración* de créditos concursales que previamente ha declarado quedan fuera de la posibilidad de inicio de ejecuciones singulares que admite el art. 178.2 LC. Y además que admita una reapertura del concurso si el deudor llega a mejor fortuna. Aunque la intención es buena, la argumentación, a mi juicio, es contradictoria.

Con todo, conviene detenerse someramente respecto a lo que debe entenderse por deudor de buena fe a los efectos de admitir una exoneración del pasivo pendiente, dado que éste es uno de los extremos que están bloqueando la implantación de esta medida en el Derecho español: el temor al abuso(44). De hecho éste fue el fundamento de la reforma concursal americana auspiciada por el sector financiero (*Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act* aprobada en 2005), que adjudicaba el alto número de concursos de consumidor en USA(45) al abuso que del sistema se estaba haciendo.

El control de la conducta del deudor se lleva a cabo en el ordenamiento estadounidense declarando no exonerables determinadas deudas que denotan una actitud fraudulenta por

(43) En este sentido, JIMÉNEZ PARÍS, T, «El *fresh start* o nueva oportunidad para el deudor sobreendeudado de buena fe. A propósito del Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Barcelona, de 26 de octubre de 2010», cit., p. 539.

(44) JIMÉNEZ PARÍS, T., «El sobreendeudamiento del consumidor y la propuesta de reforma integral de la Ley Concursal», *Diario La Ley*, n.º 7487, 13 de octubre de 2010, (versión electrónica). Advierte también del importante impacto en el mercado crediticio RUBIO VICENTE, «La exoneración del pasivo, entre la realidad judicial y el mito legislativo», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 14, 2011, p. 245. ZABALETA DÍAZ, «La condonación de deudas pendientes en el Derecho Concursal alemán», cit., p. 889. FERRÉ, J., «La liberación de deudas…», *cit.,* p. 207. PULGAR EZQUERRA, J., *La declaración de concurso de acreedores*, La Ley, Madrid, 2005, p. 204.

(45) En el año 2010, de un total de 1.593.081, la cantidad de 1.536.799 lo fueron de concursos del consumidor, lo que supone el 96,47%.

parte del deudor(46) o incluso por conductas que nada tienen que ver con la actuación financiera del deudor pero que denotan un comportamiento antisocial que no las hace merecedoras de la exoneración(47), de forma que el proceso concursal viene a cumplir una función moralizadora(48). Determinadas conductas le impiden directamente acudir al a la exoneración como, por ejemplo, aportar información financiera falsa, distraer activo, incluir pasivos inexistentes, falta de colaboración en el procedimiento judicial, haber sido condenado por sentencia firme por delito contra el patrimonio, contra el orden socioeconómico, por falsedad documental, contra la Hacienda Pública(49).

El riesgo de abuso se centra básicamente en la constatación de la insolvencia y éste es uno de los extremos afectados por la reforma 2005, que a través del test de medios (*means test*)(50) trata de evitar que se acojan a la exoneración deudores que tienen medios para acogerse a un plan de pagos.

Ahora bien, lo que cabe plantear es si se puede considerar siempre de mala fe a un deudor que ha incurrido en imprevisión y se ha sobreendeudado de manera irresponsable. No es que haya cometido fraude, sino que simplemente ha errado en el cálculo de su nivel de endeudamiento. Pues bien, en USA no se tiene presente la responsabilidad del deudor al incurrir en sobreendeudamiento. No hay obstáculo legal a que sea honesto el deudor que se sobreendeuda y después deviene en estado de insolvencia por circunstancias que no puede controlar (paro, divorcio). El comportamiento imprudente en el acceso al crédito no impediría el acceso al *discharge*(51), introduciendo la ley un elemento paternalista verdaderamente discutible que trata de contrarrestar la agresividad del mercado crediticio.

A mi juicio, el comportamiento preconcursal del deudor a la hora de asumir obligaciones debería valorarse a la hora de enjuiciar su buena fe. De lo contrario, la imprudencia, la imprevisión no tienen sanción aunque la insolvencia obedezca a razones imprevisibles. Dicho esto, pienso que detrás de un sobreendeudamiento irresponsable puede existir una concesión irresponsable de crédito por parte del acreedor que también debe ser valorada.

Es obvio que un deudor no se endeuda masivamente si no se le concede crédito. Por lo tanto, a la hora de enjuiciar la actuación del deudor debe valorarse también el comportamiento del acreedor. Y éste es un déficit importante del sistema español. Basta comprobar la norma contenida en el art. 164 LC; a los efectos de considerar el concurso culpable, tiene en cuenta la actitud del deudor, debiéndose introducir criterios que evalúen la conducta del

---

(46) MORINGIELLO, J. M., «Mortgage modification, equitable subordination and the honest but unfortunate creditor», <http://ssrn.com/abstract=1578348>, p. 25. Title 11 Chapter 5 Subchapter II § 523 *USCode*, *Exceptions to discharge.*

(47) Obligaciones de indemnización por lesionar intencionadamente a otra persona, daños causados por conducción de vehículos de motor siempre que se demuestre que los causó por estar bajo sustancias tóxicas. § 523 (A) *USCode.*

(48) HOWARD, *A theory of discharge in consumer bankruptcy*, *cit.,* p. 1052.

(49) Title 11, Chapter 7, Subchapter II, § 727 *USCode.*

(50) Al respecto, cfr. CUENA CASAS, M., «*Fresh Start y mercado crediticio…*», *cit.,* pp. 23 y ss.

(51) BAIRD, D., «Waiver, and the Behavioral Undercurrents of Debtor-Creditor Law», *The University of Chicago Law Review*, vol. 73, n.º 1 2006, p. 25. JACKSON, «The Fresh start Policy in Bankruptcy Law», *Harvard Law Review*, 1985, t. 98, p. 1404. ZEIGREL, L., «The fraud exception to discharge in Bankruptcy: a reappraisal», *Stanford Law Review*, 1989, p. 895. DREHER N. & E. ROY, «Bankruptcy Fraud and Nondischargeability Under Section 523 of the Bankruptcy Code», 69 *North Dakota Law Review*, 1993, p. 56 y ss.

acreedor que podría entrar en el criterio de complicidad contenido en el art. 166 LC[52]. Por lo tanto, no solo la imprevisión del deudor debe ser valorada, sino también si han actuado con la diligencia debida los departamentos de riesgos de las entidades financieras y, si no lo han hecho, éstas deberían asumir algún tipo de responsabilidad. En España los gestores de una entidad financiera que no ha evaluado correctamente el riesgo, aumentando escandalosamente su tasa de morosidad llegando incluso a tener que ser intervenida con dinero público, no padecen consecuencias a corto plazo y siguen incluso cobrando sus cuantiosos honorarios[53] ante la estupefacción de la opinión pública. Por ello, —reitero— debe ponerse el punto de mira en la actuación del deudor, pero también en la del acreedor. Nadie se sobreendeuda de manera irresponsable si no hay acreedores que conceden crédito de manera irresponsable y éstos también deben asumir sus responsabilidades, y la exoneración del pasivo pendiente, como he dicho, puede servir de contrapeso a la concesión abusiva de crédito. Se *rehabilita* al deudor y además se *sanciona* al acreedor, teniendo un efecto disuasorio de la concesión abusiva de crédito.

Aunque el sistema económico en España, al igual que en muchos países europeos, ha estimulado el crédito al consumo como medio de activación del crecimiento económico (penalizando fiscalmente el ahorro)[54], naciendo una cultura que potencia el endeudamiento[55], a través de una publicidad constante y agresiva por parte de las entidades financieras, incentivando el acceso al crédito como un recurso rápido y fácil (favorecido en determinadas épocas por bajos tipos de interés), lo cierto es que esta estrategia no ha venido acompañada de medidas paliativas para el deudor insolvente. Ello genera un sistema sumamente injusto. Se invita a que el consumidor viva por encima de sus posibilidades recurriendo al crédito para obtener bienes no esenciales, lo cual, unido a una escasa cultura del ahorro, provoca que los ciudadanos carezcan de margen de maniobra ante «los imprevistos de la vida» (paro, divorcios, enfermedades, subida de tipos de interés). En este contexto, entien-

---

(52) En este sentido, PULGAR EZQUERRA, J., *El presupuesto objetivo de la prevención y tratamiento de las crisis económicas de los consumidores, Endeudamiento del consumidor e insolvencia familiar,* coordinado por Cuena Casas, M. y Colino Mediavilla, J.L., Thomson-Civitas, 2009, p. 84, apunta la posibilidad de que se pueda reconducir a la complicidad concursal (art. 166 LC) la actuación de la entidad financiera que agravó con su crédito la insolvencia del consumidor.

(53) Me parece positivo que de este escándalo se haya hecho eco el nuevo ministro de economía, Sr. De Guindos, que ha pedido explicaciones al Banco de España para que informe sobre las retribuciones de los directivos de las entidades financieras intervenidas y que han recibido ayudas del Estado. Ello con el objetivo de que «no se premie» a aquellos gestores que han llevado a una situación problemática a estas entidades. (Periódico *El Mundo*, 5 de enero de 2012). De hecho, se publica en el periódico *El Mundo*, en su edición del 30 de diciembre de 2011, sueldos de directivos de entidades financieras rescatadas con dinero público que rondan los diez millones de euros anuales. <http://www.elmundo.es/elmundo/2011/06/29/economia/1309369513.html> (consultado el 10 de enero de 2012). Afortunadamente, el Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, establece límites a las remuneraciones a administradores y directivos de entidades que reciban apoyo financiero público para su saneamiento y reestructuración (art. 5).

(54) Según el informe relativo al año 2010, publicado por el Banco de España, el gasto en consumo de los hogares alcanza el 86% de la renta bruta disponible y la tasa de ahorro ha disminuido al 13,8% en 2010. El nivel de endeudamiento de los hogares ha seguido ascendiendo hasta alcanzar el 98% de la Renta bruta disponible. <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic/anoactual/yoma2011/art5.pdf>, p. 67.

(55) Cfr. HERNÁNDEZ BATALLER, B., *Procedimientos para resolver el sobreendeudamiento de los consumidores en la Unión Europea*, Comité Económico y Social Europeo. 2009. <http://www.uniondeconsumidores.org/UC/JornadaSobreendeudamientoFamiliar.pdf>.

do que no necesariamente debe ser considerado de mala fe el consumidor que se endeuda excesivamente. Es preciso valorar hasta qué punto el deudor ha podido prever y evitar su situación de insolvencia.

En este sentido, la Proposición de Ley relativa a la dación en pago y la protección de las personas físicas insolventes presentada en el Congreso por UPyD establece en el art. 178 ter que «*tampoco podrá decretarse la exoneración del pasivo pendiente cuando la situación de insolvencia se haya producido por circunstancias previsibles y evitables*».

Ante esta situación, auspiciada desde el propio sistema en muchos países, la solución de la exoneración del pasivo pendiente viene a suponer un contrapeso a esta política de estímulo al consumo masivo como mecanismo generador de crecimiento económico. Sin embargo, en España, la concesión abusiva de crédito y el sobreendeudamiento familiar carece de contrapeso. El consumidor sobreendeudado que deviene insolvente por «imprevistos de la vida» está condenado a la exclusión social, de la mano de la actuación indiscriminada del principio de responsabilidad patrimonial universal. Al margen de la necesidad de adoptar medidas en relación con la educación del consumidor (dentro del sistema educativo obligatorio) y control sobre la concesión abusiva de crédito, la insolvencia de la persona física debe encontrar una urgente respuesta por parte del legislador español, incorporando la exoneración del pasivo pendiente como medida subsidiaria y controlada de protección de la persona física.

3. Derecho de alimentos y patrimonio inembargable

La resolución adoptada en el auto comentado se justifica en los escasos recursos de los deudores concursados. A mi juicio, la argumentación llevada a cabo por el Juez mezcla conceptos que considero que deben ser delimitados. Me refiero a lo que técnicamente son alimentos del concursado y lo que es patrimonio inembargable.

En el fundamento de derecho noveno se señala que «según consta en autos los concursados —ambos pensionistas— tienen cada uno de ellos unos ingresos mensuales de 908.807 euros, de los que 607,17 euros se han destinado a alimentos (…)». Por otro lado, en el fundamento de derecho número 20, después de hacer referencia a los ingresos que perciben los deudores, señala que «una interpretación literal del art. 145.2 LC permitiría la aplicación de la totalidad de esos recursos al pago de la deuda a costa de que los deudores dejaran de tener derecho a percibir alimentos con cargo a la masa. En este caso el deudor estaría condenado a la inanidad o a la buena voluntad de los terceros o del estado (…)».

Tal afirmación me parece discutible y nunca podrían aplicarse la totalidad de los ingresos del deudor al pago de sus deudas y ello, a pesar de que se produzca la extinción del derecho de alimentos una vez abierta la fase de liquidación, tal y como establecía el art. 145.2 LC, hoy modificado por la Ley 38/2011, de 10 de octubre, que en su nueva redacción dispone que *«si el concursado fuese persona natural, la apertura de la liquidación producirá la extinción del derecho de alimentos con cargo a la masa activa, salvo cuando fuere imprescindible para atender las necesidades mínimas del concursado y las de su cónyuge, pareja de hecho inscrita cuando concurra alguna de las circunstancias previstas en el artículo 25.3 y descendientes bajo su potestad»*.

Al margen de la modificación legislativa operada, es clara a mi juicio la aplicabilidad en sede concursal de la normativa atinente al patrimonio inembargable a la que se remite el art. 76.2 LC (arts. 606.1.º, 607 y 608 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, en adelante, LEC), que no será integrado en la masa activa del concurso (art. 76, disposición final quinta LC) por su carácter de inejecutable, pues todos los titulares de derechos de crédito encuentran como freno al ejercicio de sus acciones el patrimonio inembargable del deudor, salvaguardado en aras de la protección de la dignidad de la persona. Este límite, obviamente, tiene lugar también cuando los acreedores ejercitan sus derechos en un procedimiento de ejecución colectiva.

El juez ponente del auto objeto del presente comentario, en otro lugar ponía en duda tal afirmación al señalar «no hay en la Ley Concursal ningún precepto que determine que en la liquidación hayan de respetarse los bienes o derechos inembargables del concursado, lo que llevaría al absurdo de que en un proceso concursal hubiera de realizarse el lecho, los instrumentos de trabajo o mobiliario de uso cotidiano (…)»[(56)]. Como con acierto se ha señalado, «el principio de universalidad debe conjugarse con el *principio de ejecutabilidad* por cuya virtud integrarán la masa activa del concurso todos aquellos bienes y derechos, presentes y futuros, que sean susceptibles de ejecución»[(57)]. Considerar que los límites al principio de responsabilidad patrimonial reflejados en la existencia de un patrimonio inembargable sólo tienen lugar en sede de ejecución singular y no en la colectiva, constituye una discriminación de régimen jurídico difícilmente justificable (incluso constitucionalmente, arts. 10 y 15 CE) y que, a pesar de no estar establecida de manera expresa en la LC, juega indudablemente por la aplicación supletoria de la Ley de Enjuiciamiento Civil al proceso concursal (Disposición adicional quinta LC). Aclara esta distinción entre patrimonio inembargable y derecho de alimentos el *Auto del Juzgado de lo Mercantil del Vizcaya, Bilbao, de 30 de septiembre de 2009.* En el supuesto de hecho que se enjuiciaba, se recurrió el auto judicial que alzaba la obligación de satisfacer alimentos por haberse iniciado la liquidación concursal, tal y como ordena el art. 145.2 LC: «ningún beneficiado a la percepción de alimentos, sean descendientes u otras personas conforme al art. 142 y ss. Cc, podrán seguir percibiendo alimentos con cargo a la masa activa desde que se acuerde, como ha sido el caso, la apertura de la fase de liquidación de la deudora concursada. Pero eso no significa que no se atiendan las necesidades propias de cualquier persona, que quedan garantizadas por lo dispuesto en el art. 76.2 LC, en cuanto que está excluido de la masa activa el conjunto de bienes inembargables según las normas, que siguen a disposición de la deudora con el fin de garantizar un soporte vital elemental (…)».

Por lo tanto, el patrimonio inembargable queda fuera de la masa activa del concurso, algo que parece admitirse en el fundamento de derecho 21 del auto comentado a través de un esfuerzo interpretativo que para el juez no parece deducirse con claridad del texto vigente: «No parece razonable que si la ley concursal no permite la extinción de la personalidad del deudor persona física, no habilite, por medio de la inanición, un fin similar, de ahí

---

(56) FERNÁNDEZ SEIJO, J.M., «Concurso de personas físicas: sobreendeudamiento familiar y situación de los consumidores en el ámbito del procedimiento concursal», en *El futuro de la protección jurídica de los consumidores*, dirigido por Tomillo Urbina y coordinado por Álvarez Rubio, Navarra, 2008, p. 280.

(57) TIRADO, I., «Principio de universalidad (art. 76)», en ROJO-BELTRÁN, *Comentario de la Ley Concursal*, Madrid, 2004, p. 1361. La cursiva es del autor.

que el artículo 145.2 de la Ley Concursal, referido a la extinción del derecho de alimentos, deba ponerse en relación con el artículo 607 de la LEC (RCL 2000\34, 962 y RCL 2001, 1892) , referido a los bienes inembargables. No tendría sentido que en el seno del concurso incluso en liquidación no se garantizara la inembargabilidad en términos similares a los de la LEC para evitar situaciones de exclusión social, de ahí que, de conformidad con el RDL 2030/2009 de 30 de diciembre (RCL 2009\2641), que establece para el año 2010 un salario mínimo interprofesional mensual de 633,30 euros; deban preservarse cuando menos estas cantidades a los concursados». Coincido con el hecho de que deben preservarse tales cantidades a favor de los deudores, pero porque las mismas no forman parte de la masa activa del concurso y no como excepción a la extinción del derecho de alimentos[(58)] tras la apertura de la fase de liquidación que contemplaba el art. 145.2 LC en su redacción anterior a la reforma operada por la Ley 38/2011.

VI. CONSIDERACIONES FINALES

La resolución comentada tiene el mérito de poner encima de la mesa un tema vital en el contexto económico actual en un momento en el que se fraguaba la reforma concursal que debía entre otras razones atender al problema de la insolvencia de la persona física. Este era ya un objetivo señalado en el famoso Plan E del Gobierno (Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo)[(59)], en el que se proponía una reforma de la Ley Concursal cuyos beneficiarios serían «el sistema económico en su conjunto y, en concreto, las empresas con dificultades, los consumidores en situación de sobreendeudamiento y sus acreedores». Sin embargo y como ya he señalado, la disposición adicional única de la Ley 38/2011 aplaza el problema denunciado en el auto comentado. La propuestas del Senado fueron rechazadas por el Congreso por las razones apuntadas por don Jesús QUIJANO:

> «La cuestión de los instrumentos preconcursales de carácter extrajudicial, que yo no dudo que sea una cuestión razonable que habrá que contemplar, pero que creo que debe ser contemplada en el conjunto de una alternativa al procedimiento concursal actual para los deudores, persona natural, en la línea que marcamos en el acuerdo al que se llegó mediante una disposición adicional transaccionada en el trámite de Comisión aquí en el Congreso. Porque la cuestión no es solo diseñar un procedimiento —notarial, registral, arbitral o del tipo que sea—, la cuestión es dar un tratamiento distinto a situaciones en las que el contexto de relaciones económicas afectadas por el concurso de una persona natural es muy distinto en volumen de acreedores, en expectativas de futuro, en relación con ciertos acreedores —normalmente una entidad bancaria en exclusiva, porque no hay proveedores industriales o de otro tipo—, ya que probablemente eso exige una ley especial que ojalá el futuro Gobierno en la próxima legislatura aborde, entre otras cosas porque hay un mandato en esta ley para que así se haga. Esa es la razón por la que no creemos conveniente que algunas de las enmiendas introducidas por el Senado en este punto[(60)]».

---

(58) En este sentido, RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E., «Comentario al auto del JM n.º 3 de Barcelona, de 26 de octubre de 2010, que extingue deudas concursales de personas físicas», *Aranzadi Doctrinal* n.º 1/2011. BIB 2011/257, p. 5.

(59) Puede consultarse el texto en <www.plane.gob.es>.

(60) Cortes Generales. Diario de sesiones del Congreso de los diputados. Pleno y diputación permanente. Año 2011. IX Legislatura. N.º 276. Sesión plenaria n.º 262, celebrada el jueves, 22 de septiembre de 2011.

Por lo tanto, de la denuncia realizada por el juez en el auto comentado es perfectamente consciente el legislador. Que la LC no está pensada para la insolvencia de las personas físicas, como señaló en el Senado don J.M JUNCAL RODRÍGUEZ: «meter al ciudadano en un concurso —permítanme la expresión— es como meter a un bebé en un veterinario, es administrarle una dosis de caballo, porque la ley concursal no está pensada para este tipo de actuaciones o situaciones de insolvencia de personas físicas. ¿Cuál es la solución del Gobierno? Una disposición adicional primera que dice que el Gobierno, en el plazo de seis meses, elaborará un informe con posible adopción de medidas para la protección de la economía social de las familias y los consumidores. A tal efecto podrán proponerse opciones de soluciones extrajudiciales para estos casos, sean de carácter notarial, registral, mediación y arbitraje, añadiría yo, pero han aprobado hace poco, como muy bien ha recordado el ministro, la Ley de mediación y arbitraje y no contiene nada sobre estos temas. Por eso yo me pregunto: ¿tanta prisa para aprobar esta ley si realmente este tema no lo tienen resuelto y, como digo, era uno de los pilares de la reforma?(61)

Efectivamente, el problema de la insolvencia de la persona física es uno de los temas más complejos a los que debe enfrentarse el nuevo Gobierno y deberá hacerlo pronto, o asistiremos a resoluciones judiciales como la comentada que, aunque bien intencionada, se construye sobre consideraciones de *lege ferenda,* lo cual no es ni mucho menos deseable en aras a la más elemental seguridad jurídica.

(61) Diario de Sesiones. Senado, Pleno, n.º 132, de 14/09/2011.

LA OPOSICIÓN DEL PACTO DE FAVOR AL DESCONTANTE DE UN PAGARÉ (COMENTARIO A LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO, NÚM. 341/2011, DE 6 DE JUNIO DE 2011)

ÁNGEL GARCÍA VIDAL[1]

Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad de Santiago de Compostela

RESUMEN

El presente artículo analiza la posibilidad de oponer, a quien reclama el pago de un pagaré, el pacto de favor que opera como causa de su emisión. Tras exponer algunas cuestiones relacionadas con el pacto de favor (su concepto, su causa y la posición jurídica del favorecedor), se estudia su oponibilidad al tenedor favorecido, así como a terceros, distinguiendo según el título haya circulado o no cambiariamente. El estudio se realiza a la luz de la reciente sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo, de 6 de junio de 2011, en la que se afrontan numerosas cuestiones de interés sobre el pagaré de favor.

Palabras clave: *Pagaré, pacto de favor, oponibilidad del pacto de favor, contrato de descuento.*

ABSTRACT

This article discusses the possibility of opposing the favour agreement upon a claim raised by a person demanding the payment of a promissory note. After discussing some issues related to the favour agreement (its concept, its cause and the legal status of the parties), we study the feasibility of opposing said agreement with respect to the drawer or other third parties (depending on whether an endorsement has been taken or not). This study is conducted in the light ofthe recent decision ofthe First Chamber ofthe Supreme Court dated June 6, 2011.

Key words: *Promissory note, favour agreement, opposition of favour agreement, discount contract.*

SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO (SALA 1.ª), NÚM. 341/2011, DE 6 DE JUNIO DE 2011

FUNDAMENTOS DE DERECHO

«CUARTO.—PRIMER MOTIVO DEL RECURSO DE CASACIÓN

1. Enunciado y desarrollo del motivo

28. El primero de los motivos del recurso de casación se enuncia en los siguientes términos: Infracción, por inaplicación, del art. 24 de la Ley Cambiaria y del Cheque (por la remisión que efectúa, respecto al pagaré, el art. 96 del mismo texto legal) con la consecuente vulneración de la Jurisprudencia sentada por el Tribunal Supremo respecto a la oponibilidad al cesionario-ejecutante (Banesto) de todas las acciones personales que asisten al deudor cedido (Santos Franco S.L.) frente al cedente (Desnor S.L.) del crédito comprendido en el título valor.

(1) Dirección de correo electrónico: angel.garcia.vidal@usc.es

29. En su desarrollo la recurrente sostiene que la sentencia dictada por la Sala, pese a calificar expresamente la transmisión del pagaré litigioso como una cesión ordinaria de crédito, no ha admitido la oponibilidad de las excepciones personales que le asistían frente a la cesionaria-tenedora del pagaré litigioso.

2. Valoración de la Sala

2.1. La oponibilidad de excepciones personales.

30. Con la finalidad de facilitar la circulación de créditos, nuestro ordenamiento regula su posible incorporación a "títulos cambiarios" caracterizados por su excepcional agresividad y eficacia que se manifiesta:

1) En la posibilidad de acudir a un procedimiento singular diseñado tanto para asegurar su eficacia mediante la adopción de medidas cautelares, como para abreviar los plazos a fin de obtener su rápida satisfacción.

2) En la limitación de excepciones oponibles por el deudor cambiario frente a los acreedores cambiarios derivada de reconocer a las obligaciones cambiarias carácter abstracto, de tal forma que quien declara cambiariamente, como regla, se obliga a pagar a los terceros acreedores cambiarios con independencia de los avatares de la relación o causa determinante de que emitiese tal declaración, de tal forma que nada puede oponer el deudor cambiario cuando concurren:

a) Apariencia de obligación cambiaria como consecuencia de la existencia de una declaración de tal naturaleza.

b) Imputabilidad de la apariencia a quien aparece como deudor.

c) Situación de tercero cambiario,

31. No obstante, cuando en el litigio coinciden las posiciones de acreedor cambiario y acreedor en la relación extracambiaria y deudor cambiario y obligado extracambiario, se superponen la relación cambiaria y la relación subyacente que sirvió de causa externa para la emisión de la declaración cambiaria, de tal forma que con la finalidad de evitar un "inútilis circuitus", el sistema autoriza al deudor cambiario para que oponga al acreedor las excepciones derivadas de la relación causal y el título pierde su carácter abstracto.

2.2. El tercero cambiario vs. cesionario del título.

32. Como ha quedado expuesto, para que el ordenamiento otorgue en toda su amplitud la intensa y excepcional tutela que deriva de la "abstracción" del título es necesario, entre otros requisitos, que quien demanda el cumplimiento tenga la condición de "tercero cambiario", lo que suele definirse como aquel que sin ser parte en la concreta obligación cambiaria cuyo cumplimiento se reclama adquiere el título a título oneroso, de buena fe y por negocio cambiario no conectado por la norma al negocio subyacente, lo que requiere:

1) Que el acreedor no sea parte en la relación cambiaria cuyo cumplimiento se demanda.

2) Que haya existido tráfico o desplazamiento de la titularidad del crédito cambiario.

3) Que el tráfico sea cambiario, ya mediante endoso, ya mediante tradición en el caso de los endosos en blanco o al portador, ya mediante la entrega del librador al tomador.

4) Que el negocio no esté conectado por la norma con el negocio subyacente

5) Que el tráfico sea oneroso.

6) Que el tercero adquiera el crédito de buena fe.

33. Por el contrario, quien ostenta la condición de cesionario, se coloca en la posición del cedente y queda habilitado para el ejercicio de las acciones cambiarias por el cauce del proceso especial, pero el deudor puede oponer frente al mismo las excepciones personales que tiene contra el cedente.

34. Dado que en el presente caso la letra no se ha transmitido por endoso, sino como consecuencia de una operación de descuento bancario, no operan los efectos taumatúrgicos característicos de la circulación cambiaria, de tal forma que el cesionario en lugar de adquirir "todos los derechos resultantes de la letra de

cambio" (o pagaré) a que se refiere el artículo 17 de la Ley Cambiaria, adquiere, de conformidad con el artículo 24 de la propia Ley "todos los derechos del cedente", por lo que, en contra de lo sostenido por la Audiencia Provincial, frente al ejercicio de la acción cambiaria por el cesionario, aunque sea adquirente de buena fe, el deudor cambiario puede oponer las excepciones que tiene frente al cedente, sin perjuicio, claro está, de las acciones no cambiarias civiles o penales que pueden asistir a quien adquirió el título fiado en la apariencia creada por quien declaró cambiariamente, afirmándose en la sentencia 339/2007, de29 marzo, referida a la circulación de la letra de cambio pero en tesis aplicable a la del pagaré, que "la generalidad de la doctrina científica ha entendido que la cesión sin endoso de la letra de cambio, implica la mera cesión del crédito representado en dicha cambial a favor del cesionario, quién no hace más que subrogarse en los derechos y obligaciones del cedente, de modo que podrán oponerse al nuevo dueño de la letra las mismas excepciones que cabría alegar frente a quién la ha transferido, en atención a que no se producen los efectos del artículo 20 de dicha Ley; y, también, que el cesionario no adquiere, al contrario que el endosatario, una posición jurídica autónoma e independiente, ni le es aplicable la protección dispensada por el citado artículo 20 sobre la exclusión de las excepciones personales".

2.3. El pagaré de favor.

35. El pagaré de favor o de complacencia caracterizado porque la causa externa de la declaración cambiaria está constituida por el designio del declarante de favorecer al tomador para aumentar su crédito y, en su caso, facilitar su descuento bancario, responde a un contrato por el que el librador se obliga frente al tomador tan solo aparentemente, sin perjuicio de que asuma una posición próxima a la del avalista cambiario para el caso de que el título circule cambiariamente.

36. De forma paralela, el tomador favorecido se obliga alternativamente:

1) A no presentar el pagaré al cobro en el caso de que llegado su vencimiento esté en posesión del mismo, previo rescate de ser preciso;

2) A proveer al librador de fondos con los que atender su pago en el caso de que no siendo el tenedor no haya procedido al rescate.

37. En definitiva, el pacto de favor es determinante de que el tomador asuma frente al librador la obligación de mantenerle indemne pese a la asunción de la obligación cambiaria frente a terceros acreedores cambiarios y, en el caso de ejercitar el mismo la acción cambiaria, de conformidad con los artículos 20 y 67 de la Ley Cambiaria y del Cheque, el deudor cambiario favorecedor puede oponer al acreedor favorecido la excepción personal de "pacto de favor" o "pacto de no pedir".

3. Estimación del recurso

38. De conformidad con lo hasta ahora expuesto, el obligado de favor puede oponer el «pacto de favor» frente a quienes se hallan en la misma posición que el tomador favorecido por ostentar la condición de cesionarios ordinarios subrogados en su posición, que no han adquirido los derechos derivados del título cambiario, dada la inexistencia de endoso o circulación cambiaria, sin perjuicio, claro está, de las acciones civiles no cambiarias o penales que en otro procedimiento pudieran asistir a quien con desconocimiento del pacto de favor descontó el título, frente a quien creó la apariencia de crédito al emitir una declaración cambiaria, ya que, en el juicio cambiario, como tenemos en la sentencia 892/2010, de 13 de enero y 894/2010, de 18 de enero, el deudor cambiario puede oponer con plenitud las excepciones personales que le asisten frente al acreedor cambiario, pero no resulta apto para el ejercicio de las acciones que puedan corresponder al acreedor diferentes a las cambiarias derivadas del título que dio lugar al juicio cambiario».

SUMARIO

1. LOS PAGARÉS DE FAVOR.
2. LA CAUSA DEL PAGARÉ DE FAVOR.
3. LA POSICIÓN JURÍDICA DEL FAVORECEDOR.
4. LA OPONIBILIDAD DE LA EXCEPCIÓN DE FAVOR AL TOMADOR-FAVORECIDO DEL PAGARÉ.
5. LA CIRCULACIÓN CAMBIARIA DEL PAGARÉ Y LA OPOSICIÓN A TERCEROS DEL PACTO DE FAVOR.
6. LA CESIÓN ORDINARIA DEL PAGARÉ DE FAVOR Y LA OPONIBILIDAD DEL PACTO DE FAVOR A LA ENTIDAD DESCONTANTE.

1. LOS PAGARÉS DE FAVOR

1.1. La práctica ofrece numerosos supuestos en los que un sujeto asume una obligación cambiaria con la exclusiva finalidad de facilitar la obtención de crédito por parte de otra persona. Se habla en estos casos de letras (o con mayor precisión de firmas) de favor o complacencia. Tradicionalmente se han venido utilizando letras de cambio, y aunque las firmas de favor pueden referirse a cualquier negocio cambiario, lo más frecuente es la aceptación de favor (sin que dicha aceptación se corresponda con ninguna obligación previa existente entre el librado y el librador). De este modo, y dada la solvencia del firmante de favor, se facilita que el tomador de estas letras pueda obtener financiación por medio de su circulación.

No obstante, de forma paralela al declive de las letras, para conseguir el referido objetivo se acude cada vez en mayor medida a la emisión de pagarés de favor. De este modo, la firma del pagaré no obedece a ninguna relación jurídica previa que se pretenda saldar con el efecto cambiario. Por el contrario, el firmante del pagaré lo emite únicamente con el propósito de que el tomador del mismo pueda proceder a obtener financiación, generalmente por medio de su descuento en una entidad de crédito. La finalidad última es que el firmante (favorecedor) no tenga que hacer frente a la deuda cambiaria que se genera con la firma del pagaré. Y por ello el tomador (favorecido) se compromete, bien a entregar los fondos con los que el firmante tendrá que hacer frente a la obligación cambiaria, bien a no presentar el pagaré al cobro, si llegado su vencimiento éste obra en su poder.

Siendo esta la finalidad de la firma de favor, lo normal es que el favorecedor sea una persona solvente, porque de lo contrario difícilmente podrá el favorecido usar el título para obtener crédito haciendo circular el efecto[(2)]. Y es igualmente habitual que el favorecedor

(2) Así lo destaca, por ejemplo, la sentencia núm. 216/2011 de la Audiencia Provincial de Madrid (sección 25.ª) de 29 de abril de 2011 (EDJ 2011/123207).

esté unido al favorecido por algún tipo de amistad o relación, ya que de no ser así no se explicarían los motivos por los que decide estampar su firma en un pagaré o en una letra de favor(3).

1.2. Ni la letra ni el pagaré de favor están expresamente regulados en la Ley cambiaria y del cheque (LCCh) (centrada, como la legislación ginebrina, en los aspectos cartulares y no en los causales). Pero la jurisprudencia reconoce claramente su validez. Así, con relación a la letra de favor, el Tribunal Supremo ya manifestó su licitud en su sentencia de 3 de junio de 1946(4), reiterando su argumentación en sentencias posteriores dictadas ya al amparo de la LCCh, como la de 4 noviembre 1994(5), en la que afirma, a propósito de las letras de favor, que «su expedición nada tiene en si de contrario a la moral o al orden público, por lo que cabe dentro de la libertad de contratación que configura el art. 1255 CC».

Esta misma interpretación es la realizada en la doctrina mercantilista española(6), sin perjuicio de que en ocasiones se destaque su peligrosidad desde el punto de vista económico(7). Y como es obligado, el mismo planteamiento es reiterado por numerosas resoluciones judiciales de la denominada jurisprudencia menor, tanto en relación con la letra como con el pagaré(8).

La licitud de los efectos de favor sólo puede verse comprometida cuando el pacto entre el favorecedor y el favorecido esté impregnado de un motivo ilícito, como es el ánimo de defraudar a terceros. Así sucede, por ejemplo, si se trata de hacer creer al banco descontan-

---

(3) Véase, entre otras, la sentencia núm. 168/2009 de la Audiencia Provincial de Burgos (sección 3.ª), de 16 de abril 2009 (EDJ 2009/73994).

(4) RAJ 1946/834.

(5) Sentencia núm. 992/1994 (EDJ 1994/8687).

(6) Antes de la LCCh, cabe destacar, entre los numerosos autores que se refieren a la licitud de los títulos de favor, GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil. Tomo II. Títulos-Valores*, Revista de Derecho Mercantil, Madrid, 1955; CASADO CERVIÑO, A., «La validez de la letra de favor», *RDBB,* 1981, pp. 696 ss. y con posterioridad PAZ- ARES, C., *La letra de favor*, Civitas, Madrid, 1987, con ulteriores referencias.

(7) Así lo indicaba ya GIRÓN TENA, J., «Letra de complacencia: concepto, función y validez. Los efectos de la firma de favor (Sentencia de 3 de junio de 1946», *RDM* 4, 1946, pp. 149 ss. [reproducido en GIRÓN TENA, J., *Estudios de Derecho Mercantil*, Madrid, 1955, pp. 387 ss. (391): «la letra de complacencia se produce normalmente en una zona del tráfico que debe ser calificada nada más que de peligrosa». Y así se expresa también el Prof. PAZ-ARES, quien expone brillantemente cómo la letra financiera o de favor presenta un mayor riesgo de iliquidez y de litigiosidad que la letra comercial (PAZ- ARES, C., *La letra de favor*, cit., pp. 50 y ss.)].

(8) Entre las más recientes, cabe destacar, por ejemplo, el Auto núm. 37/2011, de la Audiencia Provincial de Cáceres de 22 de marzo de 2011 (EDJ 2011/69596); la sentencia núm. 571/2010 de la Audiencia Provincial de Pontevedra, sección 1.ª, de 25 de noviembre de 2010 (EDJ 2010/301286) [según la cual «el pagaré como la letra de favor son aceptados, siempre y cuando estas letras de complacencia, no encubran hechos ilícitos»]; la sentencia núm. 409/2010, de la Audiencia Provincial de Sevilla, sección 5.ª, de 24 de septiembre de 2010 (EDJ 2010/325395); o la sentencia núm. 32/2009 de la Audiencia Provincial de Tarragona, sección 1.ª, de 27 de enero de 2009 (EDJ 2009/37257). Por lo demás, la jurisprudencia menor también se ha venido haciendo eco de los riesgos económicos de las letras de favor. En este sentido, entre las resoluciones más recientes, vid. la sentencia núm. 520/2010, de la Audiencia Provincial de Alicante, sección 9.ª, de 22 de diciembre de 2010 (EDJ 2010/349135), que destaca que este tipo de letras «en el plano jurídico, están libres de toda objeción. Lo que no queda empañado por el dato de que en el plano económico sean extraordinariamente peligrosas, ya que, a diferencia de la letra comercial, su importe es arbitrario, al no responder a la recepción de un contravalor económico y no estar limitado por el volumen real de negocios de una persona». En el mismo sentido se expresa la sentencia núm. 32/2009 de la Audiencia Provincial de Tarragona, sección 1.ª, de 27 de enero de 2009 (EDJ 2009/37257).

te que el efecto responde a una relación subyacente previa, diferente al pacto de favor. Son los llamados efectos (pagarés o letras) de colusión. De igual modo, también se consideran ilícitos desde el punto de vista civil los pactos (en los que en rigor no existe favor cambiario), en virtud de los cuales dos personas se ponen de acuerdo para intercambiar firmas de favor, con el fin de facilitarse recíprocamente el crédito con la circulación de los efectos. Es el supuesto de los pagarés o letras de cabalgata[9].

También en el ámbito del Derecho penal se ha puesto de manifiesto la licitud de los pagarés y de las letras de favor, negando que la presentación al descuento de este tipo de efectos comporte un delito de estafa. Es muy significativa a este respecto la jurisprudencia de la Sala de lo Penal del Tribunal Supremo, según la cual la emisión de un efecto de favor no es una acción delictiva porque el hecho de que el efecto cambiario no esté relacionado con un concreto negocio jurídico del que sea consecuencia no criminaliza dicha acción, toda vez que este tipo de documentos es frecuentemente utilizado en el tráfico mercantil como instrumento para obtener la inmediata liquidez que se necesita en un momento dado (Sentencia de 20 de febrero de 2007[10]). Por lo tanto, cuando los documentos son auténticos, recogiendo declaraciones de voluntad reales, no cabe apreciar el engaño preciso en el tipo penal de la estafa, como «tampoco es de apreciar un engaño por omisión, pues en tanto la letra y el pagaré son títulos de crédito abstractos e independientes de cualquier otro negocio jurídico, el que las presenta al descuento no está obligado a manifestar nada más que lo que la letra dice» (Sentencia de 14 de julio de 2010)[11]. En cambio, considera el Tribunal Supremo que existe delito de estafa cuando«las personas realmente intervinientes que figuran en el documento, actúan con el conocimiento y voluntad de que, llegado el momento de satisfacer el pago por la letra previamente descontada éste no tendrá lugar»[12], o cuando se presenta al descuento un crédito cambiario sin que ni los obligados directos ni los obligados en vía de regreso tenga la solvencia necesaria para el pago del crédito cambiario[13].

1.3. La figura del pagaré de favor, a cuyo concepto y licitud acabamos de referirnos, es analizada con detenimiento en la sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo

(9) Sobre la ilicitud de estos supuestos: GIRÓN TENA, J., «Letra de complacencia: concepto, función y validez. Los efectos de la firma de favor (Sentencia de 3 de junio de 1946», *Estudios de Derecho Mercantil*, cit., p. 392; PAZARES, C., *La letra de favor*, cit., pp. 52 y ss.; DE EIZAGUIRRE, J. M., *Derecho de los títulos valores,* Thomson-Civitas, Madrid, 2003, pp. 101 y 222; o JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G., «Los títulos a la orden. La letra de cambio», en JIMÉNEZ SÁNCHEZ (Coord.), *Derecho Mercantil*, vol. II, 11.ª ed., Ariel, Barcelona, 2006, pp. 28 y ss., o DE EIZAGUIRRE, J. M., *Derecho de los títulos valores*, Thomson-Civitas, Madrid, 2003, p. 101.

(10) Sentencia núm. 123/2007 (EDJ 2007/8554). En la sentencia núm. 630/2009, de 19 de mayo de 2009 (EDJ 2009/128093), la Sala Segunda del Tribunal Supremo afirma que es «*intrascendente el error que sobre esa relación subyacente pudiera sufrir el tenedor de la letra*».

(11) Sentencia núm. 698/2010 (EDJ 2010/153037). Destaca la Sala Segunda del Tribunal Supremo en esta misma sentencia que «dado que la garantía de la letra es la solvencia del librador, del aceptante y de los demás obligados cambiarios, la existencia de un negocio jurídico que haya dado lugar a la letra no refuerza en lo más mínimo la credibilidad de las manifestaciones y de la solvencia de dichos obligados cambiarios y, por lo tanto, tampoco puede ser considerado que el silencio a tal respecto constituya una apariencia de solvencia».

(12) Sentencia núm. 123/2007, de 20 de febrero de 2007 (EDJ 2007/8554).

(13) Sentencia núm. 630/2009, de 19 de mayo de 2009 (EDJ 2009/128093).

núm. 341/2011, de 6 de junio, en la que el Alto Tribunal afronta varias de cuestiones de interés en relación con ese tipo de títulos[14].

2. LA CAUSA DEL PAGARÉ DE FAVOR

2.1. A diferencia de la anterior regulación del Código de comercio, la Ley cambiaria y del cheque no exige que conste en el pagaré (ni en la letra) referencia alguna al negocio jurídico causal que justifica su emisión. Ahora bien, el hecho de que el título cambiario no incluya una referencia a la provisión de fondos (en el caso de la letra) o a la relación de valuta (en el caso del pagaré), no implica, en modo alguno, que su emisión no tenga una determinada causa. Dicha causa será normalmente una relación jurídica previa, que es la que explica que un sujeto asuma la obligación cambiaria.

En los efectos de favor la firma de complacencia no obedece a la finalidad de pago de relación jurídica previa alguna. Pero esto no significa que el pagaré (o la letra) de favor carezcan de causa. Así lo viene a ratificar la sentencia del Tribunal Supremo de 6 de junio de 2011 ahora comentada, cuando afirma que el pagaré de favor o de complacencia está «caracterizado porque la causa externa de la declaración cambiaria está constituida por el designio del declarante de favorecer al tomador para aumentar su crédito y, en su caso, facilitar su descuento bancario».

Existe, por tanto, una causa, y dicha causa es el pacto de favor. En virtud de este pacto, como recuerda la sentencia del Tribunal Supremo de 6 de junio de 2011, el firmante-favorecedor del pagaré se obliga aparentemente y el tomador favorecido se obliga, bien, «a no presentar el pagaré al cobro en el caso de que llegado su vencimiento esté en posesión del mismo, previo rescate de ser preciso», bien «a proveer al librador de fondos con los que atender su pago en el caso de que no siendo el tenedor no haya procedido al rescate»[15].

2.2. Al pronunciarse de este modo, la Sala Primera del Tribunal Supremo reitera lo ya afirmado, a propósito de las letras de favor, en sentencias anteriores como las de 3 de junio de 1946[16], de 10 de noviembre de 1972[17], o 4 de noviembre de 1994[18], según la

---

(14) El ponente de la sentencia ha sido el Excmo. Sr. D. Rafael Gimeno-Bayón Cobos. El texto íntegro de la sentencia puede verse en RJ 2011\5712 o en EDJ 2011/103553, y la sentencia ha sido reseñada por MACÍAS CASTILLO, A., «Oposición del pacto de favor frente a quienes se encuentren en la misma posición que el tomador favorecido», *Actualidad civil*, 2011, núm. 18, p. 2142 (La Ley 15816/2011).

(15) De este modo, el Tribunal Supremo integra en el pacto de favor el acuerdo de proveer de fondos al firmante al tiempo del vencimiento, elemento que el maestro GARRIGUES consideraba un convenio secreto que neutraliza el pacto de favor. En efecto, al hilo de la letra de favor, afirma el referido autor que «el caso de que la firma de favor sea la del aceptante, el librador se obligará frente al librado no sólo a no considerarle obligado a pagarle a él la letra por consecuencia de la aceptación, sino también a proveerle de fondos al tiempo del vencimiento. Este convenio secreto, que neutraliza así el pacto de favor entre librador y librado, constituye una verdadera contra-escritura *(contre-lettre)*» (GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil.* Tomo II. *Títulos-Valores*, Revista de Derecho Mercantil, Madrid, 1955, p. 250).

(16) RAJ 1946/834.

(17) RAJ 1972/4326.

(18) Sentencia núm. 992/1994 (EDJ 1994/8687).

cual «las letras de favor o complacencia no son instrumentos de un contrato de cambio, ni son un contrato causal, sino instrumentos de un otro subyacente del que traen su causa».

También la doctrina ha venido reconociendo, con carácter general, que la causa de las letras o pagarés de favor se encuentra en el convenio o pacto de favor(19), discutiendo si se trata de un contrato meramente consensual(20), o real (por exigir la entrega del título)(21). Y lo mismo ha hecho la jurisprudencia menor, donde se encuentran numerosas resoluciones en las que se reconoce que la causa de los efectos de favor es el negocio subyacente de complacencia(22). Así, a propósito del pagaré de favor, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Cáceres de 4 de julio de 2011(23), o la sentencia de la Audiencia Provincial de Salamanca de 22 septiembre de 2009(24), entre otras. Y con relación a la letra de favor, cabe mencionar, por ejemplo, la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 17 de noviembre de 2004(25), la SAP de la Las Palmas de 14 de marzo de 2000(26) (según la cual la causa de este tipo de letras «es el pacto de favor, verdadero contrato causal subyacente que fundamenta y justifica la emisión del título»); la sentencia de la Audiencia Provincial de Almería de 23 de septiembre de 2000(27), la sentencia de la Audiencia Provincial de

---

(19) Para evitar una cita interminable, baste con recordar a autores como GIRÓN TENA, J., «Letra de complacencia: concepto, función y validez. Los efectos de la firma de favor (Sentencia de 3 de junio de 1946», cit., p. 397; RUBIO, J., *Derecho Cambiario,* 1973, pp. 219; GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil.* Tomo II. *Títulos-Valores*, cit., p. 247; y *Contratos bancarios,* 2.ª edición, Madrid, 1975, p. 276; PAZ-ARES, C., *La letra de favor*, cit., pp. 39 y ss. URÍA, R., MENÉNDEZ, A., PÉREZ DE LA CRUZ, A., en URÍA, R. y MENÉNDEZ, A., *Curso de Derecho mercantil*, II, 2.ª ed., Thomson-Civitas, Madrid, 2007; SOTO NIETO, F., «Letra de favor. Su relación con el delito de estafa», *Diario La Ley* núm. 5788, 26 de mayo de 2003 (La Ley 1020/2003); MARTÍN-ARESTI, P., «Las excepciones cambiarias», en GARCÍA-CRUCES, J. A., *Estudios de jurisprudencia cambiaria (Colección de estudios en homenaje al Profesor Dr. Galán Corona con ocasión de la conmemoración de los XXV años de Cátedra)*, Lex Nova, Valladolid, 2007, pp. 361 ss. (399).

(20) Esta es la interpretación de PAZ ARES, C., *La letra de favor,* cit., p. 125.

(21) A favor de la «naturaleza real del contrato de entrega que sirve de fundamento causal a la obligación cambiaria de favor», DE EIZAGUIRRE, J. M., *Derecho de los títulos valores,* cit., pp. 224-225.

(22) En este sentido, la sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra, sec. 1.ª, de 25-11-2010, n.º 571/2010 (EDJ 2010/301286).

(23) Sección 1.ª Sentencia núm. 272/2011 (La Ley 121367/2011).

(24) Sección 1.ª Sentencia núm. 352/2009 (AC 2009\2029). Según esta sentencia: «Es obvio, entonces, que en letras y pagarés de favor (particularmente en letras y pagarés financieros) falta una relación causal o extracambiaria entre las partes implicadas en la declaración cambiaria; no existe una obligación causal material entre el favorecedor y el favorecido (es decir, no hay atribución patrimonial del tomador al firmante del pagaré). Ahora bien, esto no significa que no exista causa antecedente que justifique la emisión y entrega del título: el título de favor.

El pacto de favor, que justifica la emisión o entrega del título del favorecedor al favorecido, es un pacto o contrato perfectamente válido y lícito, dotado de notable tipicidad social (distinto por tanto del clásico peloteo o cabalgata de letras o pagarés donde se emiten fraudulentamente con carácter cruzado títulos cambiarios para obtener fondos simulando la existencia de relaciones comerciales estables, no atendiendo los títulos a su vencimiento por la absoluta insolvencia de todos los firmantes). Dado que la firma de favor es instrumento necesario para la posterior obtención de crédito del tomador o adquirente del título mediante su descuento en una entidad de crédito, y siendo la relación de valuta que une al banco descontante con el descontatario reconducible causalmente al préstamo mutuo, puede afirmarse la existencia de una "causa credendi" (siquiera instrumental o mediata) en el contrato o pacto de favor que motiva la emisión o entrega del título por el favorecedor al favorecido».

(25) Sección 11.ª Sentencia núm. 724/2004 (EDJ 2004/205173), que identifica la causa de la letra de favor en el contrato antecedente que denomina «negocio subyacente de complacencia».

(26) Sentencia núm. 192/2000 (EDJ 2000/57357).

(27) Sección 1.ª. Sentencia núm. 290/2000 (EDJ 2000/39561).

Asturias de 5 de marzo de 1996[28] o la sentencia de la Audiencia Provincial de Ávila de 23 de enero de 1998[29] (en las que se destaca que «la letra aceptada de favor no carece en las relaciones "inter partes" de una relación fundamental que le sirva de causa», pues «la relación subyacente que da causa al negocio cambiario es, precisamente el pacto de favor»).

En todo caso, esta interpretación que ahora reitera el Alto Tribunal en su sentencia de 6 de junio de 2011 arrumba las tesis defendidas por otro sector de las Audiencias Provinciales que ha venido considerando que los pagarés y las letras de cambio de favor carecen de causa.

En este sentido se expresa, por ejemplo, la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 2006[30], en la que se fundamenta la viabilidad de la excepción opuesta por el firmante del pagaré de favor frente al favorecido en el hecho de que la obligación carece de causa (aunque en el caso concreto resuelto por la sentencia se considere que no se ha acreditado que la firma del pagaré se produjo de favor).

En la misma línea parece insertarse la sentencia de la Audiencia Provincial de Almería de 12 de marzo de 2002[31], pues al referirse a la excepción de inexistencia de relación causal entre librador y librado, no identifica dicha relación en el pacto de favor, sino que incide en la falta de prueba de la inexistencia de dicha causa[32].

3. LA POSICIÓN JURÍDICA DEL FAVORECEDOR

3.1. Una vez identificada la causa del pagaré de favor se suscita la cuestión de determinar la naturaleza jurídica de la posición de su firmante. A propósito de la letra de favor, la doctrina española ha entendido que estamos ante una garantía en forma cambiaria (GIRÓN TENA[33]), ante una fianza encubierta, una forma de intercesión cambiaria (afianzamiento) diferente al aval cambiario, que es la forma expresa de la fianza cambiaria (GARRIGUES[34]).Y esta misma interpretación ha sido acogida por numerosos autores,

(28) Sección 5.ª (AC 1996, 459).

(29) Sentencia núm. 13/1998 (AC 1998/222).

(30) Sección núm. 11.ª Sentencia núm. 206/2006 (AC 2006/959).

(31) Sección 3.ª (EDJ 2002/13264).

(32) Según esta sentencia, «la inexistencia de una obligación subyacente o causal con el librador ejecutante, y la naturaleza, en cambio, de favor o complacencia del documento ejecutado, son circunstancias que ha de probar cumplidamente la parte demandada, invocadora de tal excepción, acreditando, en definitiva, no sólo esa inexistencia de relación causal, sino también justificando la razón de la aceptación de la letra, sin obedecer a contrato subyacente alguno». De la misma manera, también la sentencia núm. 437/1998 de la Audiencia Provincial de Alicante, sección 4.ª, de 12 de junio de 1998 (EDJ 1998/13048), al resolver un recurso en que la parte apelante alegaba que la letra objeto de ejecución se trataba de una mera letra de favor carente de contrato o causa lícita subyacente, generadora de una situación de falta de provisión de fondos alegable como excepción, no ataca dicha argumentación y se limita a destacar la existencia de una relación comercial previa.

(33) GIRÓN TENA, J., «Letra de complacencia: concepto, función y validez. Los efectos de la firma de favor (Sentencia de 3 de junio de 1946», cit., p. 397. Destaca el Prof. GIRÓN (p. 398) que el firmante que paga puede ejercitar «la acción del regreso del fiador que paga».

(34) GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil.* Tomo II. *Títulos-Valores*, Revista de Derecho Mercantil, Madrid, 1955, p. 244 ss.

como RUBIO[35] (para quien la causa de la letra de favor «está en la garantía, en la caución prestada por el firmante»), o VICENT CHULIÁ[36].

No obstante, en nuestra doctrina también se han dado interpretaciones contrarias a la naturaleza de fiador del firmante de un efecto de favor. Así, CALPE IBARZ[37] argumenta que no puede tratarse de una fianza civil ni mercantil porque en el momento de firmarse el título cambiario de favor no existe todavía la operación de descuento, de modo que faltaría la obligación válida que opera como presupuesto de la fianza. Además, el citado autor afirma que en caso de tratarse de una fianza se produciría la paradoja de que el favorecedor sería a la vez deudor principal y deudor subsidiario.

Por su parte, PAZ-ARES ha defendido que no cabe construir la posición del favorecedor sobre la base de un contrato de fianza o aval, porque a diferencia de lo que sucede en estos contratos, en el caso de la emisión de una letra de favor, el favorecedor que haya sido obligado a pagar puede pretender el resarcimiento de los daños que le haya ocasionado el incumplimiento del favorecido[38]. Asimismo, entiende el Prof. PAZ-ARES que el favor cambiario tampoco puede incardinarse en la categoría de los negocios de garantía, porque a su entender el firmante de favor no busca conceder garantía de ningún tipo, sino que sólo pretende poner a disposición del favorecido un título con su firma para que éste pueda negociarlo más fácilmente. A su juicio, el favor cambiario es una modalidad de mandato, siendo el favorecedor un mandatario que se compromete a realizar (en nombre propio y por cuenta ajena) el acto jurídico de asunción de una obligación cambiaria sin *causa debendi*; y el favorecido el mandante que se obliga a mantener indemne a su mandatario[39].

También acude a la figura del mandato DE EIZAGUIRRE[40], de forma que la normativa del favor cambiario ha de ser la del contrato de mandato, como figura más próxima. Según este autor estamos ante un negocio de crédito (un crédito de firma), pero no ante una fianza porque la finalidad del favor cambiario (reforzar el crédito del favorecido) no se corresponde con la de la fianza (garantizar la obligación del deudor), y porque el deber del favorecido de aportar fondos al favorecedor de manera anticipada no encuentra acomodo en el contrato de fianza.

---

(35) RUBIO, J., *Derecho cambiario,* Madrid, 1973, p. 219.

(36) VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, II, Valencia, 1982, p. 626. Según el Profesor Vicent Chuliá la firma de una letra de cambio tiene por finalidad lograr el reforzamiento de la letra de la garantía de la letra, dicho reforzamiento puede tener lugar de forma directa, mediante el aval, o «de forma indirecta o encubierta, mediante una firma de favor».

(37) CALPE IBARZ, J. M., «Algunas consideraciones sobre las letras aceptadas por complacencia, su descuento y la apariencia jurídica en la doctrina y el Derecho español», en *Studii in memoria di Lorenzo Mossa*, vol. 1, Padua, 1961, p. 211 (222-223).

(38) PAZ-ARES, C., «Naturaleza jurídica de la letra de cambio», en MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. (Dir.), *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley cambiaria y del cheque,* Civitas, Madrid, 1986, pp. 95 ss. (218), y del mismo autor, *La letra de favor*, cit., pp. 71 y ss. No obstante, en su trabajo previo «La responsabilidad cambiaria derivada de la letra perjudicada (Observaciones críticas sobre la acción de enriquecimiento)», *Revista crítica de Derecho inmobiliario*, núm. 549, 1982, pp. 429 ss. (467), el Prof. PAZ ARES identifica al favorecedor con el fiador.

(39) PAZ- ARES, C., *La letra de favor*, cit., pp. 105 y ss.

(40) DE EIZAGUIRRE, J. M., *Derecho de los títulos valores,* cit., p. 225.

3.2. La Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de junio de 2011 ahora analizada examina igualmente la posición jurídica del firmante del pagaré de favor. Y al hacerlo, aproxima la posición del firmante a la del avalista.

En efecto, según el Tribunal Supremo:

«El pagaré de favor o de complacencia caracterizado porque la causa externa de la declaración cambiaria está constituida por el designio del declarante de favorecer al tomador para aumentar su crédito y, en su caso, facilitar su descuento bancario, responde a un contrato por el que el librador se obliga frente al tomador tan solo aparentemente, sin perjuicio de que asuma una posición próxima a la del avalista cambiario para el caso de que el título circule cambiariamente».

Nótese cómo el Tribunal Supremo se refiere a «una posición próxima a la del avalista cambiario», lo que significa que favorecedor y avalista no se identifican, sino que simplemente se parecen. Sin embargo, la sentencia del Tribunal Supremo de 6 de junio de 2011 no argumenta en qué medida se asemejan el favorecedor y el avalista y en qué medida se alejan. A este respecto, y como ya se ha recordado, parte de la doctrina española ha venido equiparando la posición del firmante de favor de un pagaré o de una letra a la de un fiador, destacando las diferencias con un avalista.

En sentido similar se había expresado ya el Tribunal Supremo en pronunciamientos anteriores, en los que considera que estamos ante una fianza(41). Así, en la sentencia de 3 de junio de 1946 en la que considera que estamos ante un afianzamiento y se invoca el artículo 1822 del Código civil(42), o en la sentencia de 9 de junio de 1973(43), en la que el Alto Tribunal destaca que «hay que partir de la idea de que tales firmas de favor encubren un afianzamiento que si no puede aflorar en el juicio cambiario, una vez la aceptación da al fiador oculto la apariencia de deudor principal, sin posibilidad, por tanto, de alegar la subsidiariedad prevista en el art. 1822 del CC, ni el beneficio de excusión concedido por el art. 1830 del mismo cuerpo legal, sin embargo puede ser esgrimido como verdadera causa del negocio en el juicio ordinario correspondiente»(44). Y en la sentencia del Tribunal Supremo de 29 de enero de 1991(45) reitera que estamos ante una fianza(46).

También la jurisprudencia menor acoge esta interpretación, en sentencias como la de la Audiencia Provincial de Ávila de 23 de enero de 1998(47) («el firmante de favor asume

(41) En alguna otra sentencia la Sala Primera del Tribunal Supremo incide en el carácter de acto de liberalidad. Así, en la Sentencia de 14 de noviembre de 1990 (RJ 1990\8710): «las letras de cambio litigiosas han de calificarse como letras de favor o de complacencia que tienen su causa para el aceptante, según el art. 1274 del Código Civil, en la liberalidad de proporcionar al librador un beneficio de garantía, sin que por ello implique por sí solo la renuncia a resarcirse del desembolso que haya de realizar».

(42) RAJ 1946/834.

(43) RJ 1973/2654.

(44) Véase también la sentencia del Tribunal Supremo de 10 de noviembre de 1972 (RAJ 4326/1972).

(45) EDJ 1991/801.

(46) Según este pronunciamiento del Alto Tribunal, «si el libramiento de la letra tuvo su causa en una operación financiera garantizada por el aceptante, es impensable que la aceptación surgiera sin relación previa alguna o datos acreditables por escrito o cualquier otro medio de prueba que permitiera demostrar el hecho positivo de la fianza».

(47) AC 1998/222.

un papel muy semejante al del fiador: garantiza frente a terceros poseedores el pago de la letra, sin obligarse a pagar al favorecido la suma cambiaria»), o la de la AP de Vizcaya de 22 de abril de 1998[48] (cuando se argumenta que la letra es de favor, en realidad se está admitiendo como causa contractual el afianzamiento).

Curiosamente, y a diferencia de lo que ha venido haciendo en pronunciamientos anteriores, el Tribunal Supremo, en su sentencia de 6 de junio de 2011, más que destacar el carácter de garantía o de fianza de la firma de favor, y de marcar sus diferencias con el aval, insiste en la aproximación del firmante de favor con el avalista. Todo parece indicar que lo que el Tribunal Supremo ha querido es destacar que en ambos casos media la finalidad de garantía. Pero debe tenerse muy presente que median importantes diferencias entre la obligación cambiaria asumida por el firmante de favor y la obligación cambiaria de un avalista, pues la primera no es accesoria, mientras que la segunda sí lo es. Además, a diferencia del aval, la emisión de un pagaré o de una letra de favor es un negocio de tipo fiduciario, pues son distintos el fin perseguido y el medio utilizado[49].

4. LA OPONIBILIDAD DE LA EXCEPCIÓN DE FAVOR AL TOMADOR-FAVORECIDO DEL PAGARÉ

4.1. El pagaré es, en las relaciones *inter partes*, un título causal porque se mantiene la vinculación causal y funcional de la obligación cambiaria y de la subyacente[50]. De este modo, descansando la emisión del pagaré de favor en un negocio en virtud del cual el favorecido se compromete ante el favorecedor a que éste no tenga que hacer frente al pago de la obligación cambiaria, resulta lógico que en el caso de que el tomador favorecido del pagaré entable la acción cambiaria frente al firmante-favorecedor, pueda éste oponer la existencia del pacto de favor que está en la base de la emisión del título.

Así lo ha venido entendiendo la doctrina[51]. Y así lo ratifica ahora el Tribunal Supremo en su sentencia de 6 de junio de 2011, cuando afirma que «el pacto de favor es determinante de que el tomador asuma frente al librador la obligación de mantenerle indemne pese a la asunción de la obligación cambiaria frente a terceros acreedores cambiarios y, en el caso de ejercitar él mismo la acción cambiaria, de conformidad con los artículos 20 y 67 de la Ley Cambiaria y del Cheque, el deudor cambiario favorecedor puede oponer al acreedor favorecido la excepción personal de "pacto de favor" o "pacto de no pedir"».

Con esta interpretación el Alto Tribunal ratifica también la tesis seguida mayoritariamente por la jurisprudencia menor, tanto a propósito del pagaré de favor[52] como de la letra

---

(48) Sección 3.ª Sentencia núm. 163/1998 (EDJ 1998/10088).

(49) Así se pronuncia, por ejemplo, la sentencia núm. 163/1998 de la Audiencia Provincial de Vizcaya, sección 3.ª, de 22 de abril de 1998 (EDJ 1998/10088).

(50) ALCALÁ DÍAZ, M.ª A., *El pagaré como garantía de una contrato de crédito*, McGraw-Hill, Madrid, 1999, pp. 18 ss. (27).

(51) Paz-Ares, C., «Naturaleza jurídica de la letra de cambio», cit., p. 218, Paz- Ares, C.,La letra de favor, cit., p. 149, Sánchez-Calero, F., «Las excepciones cambiarias», RDBB 1988, pp. 7 ss. (28); De Angulo Rodríguez, L., «Las acciones dimanantes de los títulos cambiarios y defensas frente a las mismas», CDC, Diez años de Ley cambiaria y del cheque, 1996, pp. 227 ss. (246).

(52) Cabe citar, por ejemplo, la sentencia núm. 520/2010 de la Audiencia Provincial de Alicante, sección 9.ª, de 22 de diciembre de 2010 (EDJ 2010/349135), o la sentencia núm. 571/2010 de la Audiencia Provincial de Pontevedra,

de complacencia[53]; jurisprudencia menor en la que se ha destacado, por ejemplo, que si el favorecido tuviese acción contra el favorecedor se producirían «soluciones absurdamente injustas, como la de admitir la ejecución frente a quien acredita sólo firmar el efecto para hacer un favor al que ahora le ejecuta» (sentencia de la Audiencia Provincial de Huelva de 24 de febrero de 2004[54]).

Por lo tanto, de conformidad con esta interpretación, no resulta necesario que el favorecedor al que el favorecido le reclama el cumplimiento de la obligación cambiaria acuda a la *exceptio doli*. El recurso a esta excepción es propuesto por un sector de nuestra doctrina[55] y parte de la jurisprudencia. Así, por ejemplo, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias de 25 de julio de 2002[56] afirma que «si el favorecido trata de cobrar del favorecedor el importe de la letra, en la que actúe de simple fiador frente al tomador, contraviniendo los términos del contrato abstracto existente entre ellos, su conducta debe ser tachada de dolosa y sin amparo legal alguno, pudiendo el ejecutado oponerle la "exceptio doli"»[57]. Y

---

sección 1.ª, de 25 de noviembre de 2010 (EDJ 2010/301286), en la que se afirma que «(c)aso de que el favorecido por el pagaré incumpla su obligación de rescatarlo de un tercero o de facilitar fondos al firmante favorecedor para que atienda el pago de la misma a la fecha de su vencimiento y pretenda, por el contrario, llegado este momento cobrarla del favorecedor —firmante del pagaré— es perfectamente lícito que éste en el procedimiento ejecutivo contra él instado oponga la llamada excepción de favor, la cual constituye una excepción fundada en la relación subyacente oponible "inter partes" a tenor de lo dispuesto en los artículos 20 y 67.1 de la Ley 19/1985, de 16 julio, art. 20 art. 67.1, Cambiaria y del Cheque, es decir, que frente a la pretensión cambiaria deducida por el favorecido, el firmante favorecedor puede negar la prestación aduciendo el pacto de favor, a tenor del cual la obligación asumida por él frente a la contraparte que le reclama, única y exclusivamente, fue la de firmar el título valor, pero no la de satisfacer el importe en él consignado».

(53) Entre otras muchas, la sentencia núm. 32/2009 de la Audiencia Provincial de Tarragona, sección 1.ª, de 27 de enero de 2009 (EDJ 2009/37257), la sentencia núm. 181/2002 de la Audiencia Provincial de Navarra de 10 de septiembre de 2002 (EDJ 2002/59380), de la cual es ponente el Profesor Valpuesta Gastaminza; la sentencia de la Audiencia Provincial de Almería, sección 3.ª, de 12 de marzo de 2002 (EDJ 2002/13264), la sentencia núm. 290/2000 de la Audiencia Provincial de Almería, sección 1.ª, de 23 de septiembre de 2000 (EDJ 2000/39561); la sentencia núm. 150/1999 de la Audiencia Provincial de Murcia, sección 2.ª, de 18 de mayo de 1999 (EDJ 1999/26442) [según la cual, «la excepción de emisión de la letra de favor es una excepción causal, y por consiguiente oponible "inter partes" (arts. 20 y 67.I de la Ley Cambiaria)»]; la sentencia núm. 119/1998 de la Audiencia Provincial de Las Palmas, sección 4.ª, de 26 de marzo de 1998 (EDJ 1998/11660), o la sentencia de la Audiencia Provincial de Alicante, sección 4.ª, de 9 de mayo de 1997. De acuerdo con este último pronunciamiento, «una vez admitido tal carácter (de favor) en la letra que es objeto de ejecución, en atención al constante criterio de las Audiencias Provinciales, en el sentido de que la letra de favor, al estar girada como garantía, carece de fuerza ejecutiva por no incorporar una deuda líquida, vencida y exigible (Badajoz, Sección 2.ª, Sentencia de 28 de octubre de 1991); siendo evidente que el favorecido carece de acción para reclamar su pago al firmante complaciente (Madrid, Sección 12.ª, Sentencia de 20 de septiembre de 1993; Córdoba, Sección 3.ª, Sentencia de 24 de noviembre de 1995), por ser una excepción de naturaleza causal que puede oponerse por el aceptante frente al librador que le reclama el pago (Baleares, Sección 3.ª, Sentencia de 21 de febrero de 1994; Orense, Sentencia de 14 de mayo de 1996)».

(54) Sección 1.ª. Sentencia de 24 de febrero de 2004 (EDJ 2004/23165).

(55) GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil.* Tomo II. *Títulos-Valores*, Revista de Derecho Mercantil, Madrid, 1955, pp. 250-251, afirmaba que si el favorecido demanda al firmante favorecedor, «su conducta se tiñe con las características del dolo y por ello su acción puede ser paralizada con la *exceptio doli*».Y la misma opinión es seguida por numerosos autores posteriores, como BALDO y CALAVIA, según los cuales el aceptante favorecedor de una letra de cambio podrá oponer la excepción de firma de favor, ante el favorecido, y la excepción «la sostendrá como "exceptio doli"» (BALDO CASTAÑO, V.-CALAVIA MOLINERO, J. M., *Letra de cambio. Estudio sistemático de la Ley cambiaria de 16 de julio de 1985*, Barcelona, 1985, p. 111).

(56) Sección 5.ª Sentencia núm. 358/2002 (EDJ 2002/55241).

(57) Aunque esta misma sentencia más abajo admite la oposición de una excepción personal basada en el carácter de favor de la letra: «Es cierto que, conforme a la doctrina del Tribunal Supremo expuesta, entre otras, en la

en similar sentido se expresa la sentencia de la Audiencia Provincial de Jaén (sección 2.ª) de 11 de febrero de 2001[58], al fundamentar la excepción del aceptante de favor de una letra frente al librador-favorecido, no en las relaciones causales, sino en el dolo de este último.

Sin embargo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de junio de 2011 pone de manifiesto (en mi opinión con buen criterio) que, en realidad, no cabe la *exceptio doli* cuando es el tomador de un pagaré el que entabla la acción directa contra su firmante[59].

4.2. En todo caso, la oponibilidad del pacto de favor se distingue de la excepción de falta de provisión de fondos (en el caso de la letra) o de falta de la relación de valuta (en el caso del pagaré)[60]. Como ha recordado la Sala Primera del Tribunal Supremo (sentencia de 4 de noviembre de 1994) «no puede invocarse la falta de provisión de fondos, puesto que precisamente esa falta es lo que caracteriza a esta clase de letras»[61].

Por lo demás, el Tribunal Supremo, en su sentencia de 6 de junio de 2011 ahora comentada, al admitir que «de conformidad con los artículos 20 y 67 de la Ley Cambiaria y del Cheque, el deudor cambiario favorecedor puede oponer al acreedor favorecido la excepción personal de «pacto de favor» o «pacto de no pedir», viene a poner de manifiesto que no cabe extender a la excepción de pacto de favor las consideraciones y debates doctrinales y jurisprudenciales sobre la posibilidad de oponer en el juicio cambiario la *exceptio non rite adimplenti contractus*[62].

---

sentencia de 4 de noviembre de 1994, no cabe oponer que las letras llamadas de favor carezcan de causa o de provisión de fondos, pues su falta es lo que las caracteriza, siendo aquélla la mera liberalidad del aceptante, aunque sí procedería estimar la oposición basada en la firma de favor si estuviera acreditado que la ejecutante había girado la letra litigiosa para obtener la liquidez necesaria de la sociedad, y su financiación por el distribuidor y que ésta era la única finalidad perseguida, identificada entonces como el negocio subyacente a la misma, pues la letra de favor, al estar girada como garantía, carece de fuerza ejecutiva por no incorporar una deuda liquida, vencida y exigible, siendo una excepción de naturaleza causal que puede oponerse por el aceptante frente al librador que le reclama el pago, lo que obviaría el análisis de la excepción de falta de provisión de fondos invocada a continuación por el ejecutado, al amparo del art. 67.3 de la Ley Cambiaria y del Cheque porque es inherente o consustancial a la letra de favor la carencia de provisión de fondos al no haber llegado a existir en ningún momento el crédito cambiario, de modo que en realidad bastaría con el análisis de la causa de oposición articulada como letra de favor».

(58) Sentencia núm. 68/2000 (AC 2001/2276). No obstante, en el caso concreto se entendió que la excepción no podía prosperar porque la letra no era, en realidad, una letra de favor.

(59) En este mismo sentido, en relación con la letra de cambio, J. J. NAVARRO CHINCHILLA, «La circulación de la letra de cambio», cit., p. 93.

(60) En el caso del pagaré falta la relación de provisión propia o típica de los títulos cambiarios de estructura delegatoria, como la letra de cambio o el cheque. En el pagaré lo que existe es una relación de valuta entre el firmante y el tomador (como la que una el librador de una letra con su tomador); relación de valuta que implica que el acreedor cambiario le ha entregado un valor al deudor cambiario, valor que éste le adeuda y para cuyo pago le entrega el pagaré. Es decir, mediante el pagaré el firmante se compromete a abonar la valuta proporcionada previamente por el tomador. Es por esto por lo que en el caso del pagaré no tiene sentido alguno la excepción de falta de provisión de fondos. Así lo destaca el Tribunal Supremo en su sentencia de 1 de diciembre de 2006 (RJ 2007/555), en la que reitera una doctrina establecida en anteriores pronunciamientos.

(61) Así, sentencia núm. 181/2002 de la Audiencia Provincial de Navarra (sección 1.ª) de 10 de septiembre de 2002 (EDJ 2002/59380); SAP de Pontevedra, sección 1.ª, de 8 de julio de 1997 (EDJ 1997/4873); sentencia núm. 101/1998 de la Audiencia Provincial de Asturias, sección 1.ª, de 16 de febrero de 1998 (EDJ 1998/4581); o SAP de Jaén de 13 de enero de 1994 (EDJ 1994/7576).

(62) Los profesores F. SÁNCHEZ CALERO y J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (*Instituciones de Derecho Mercantil*, vol. II, 34.ª ed., Aranzadi-Thomson Reuters, 2011, pp. 163-164) ponen de manifiesto que en la jurispruden-

4.3. En todo caso, para que prospere la excepción de favor ante la acción cambiaria del favorecido es preciso que sea el favorecedor quien acredite que estamos ante un pagaré o ante una letra de complacencia(63). Y a este respecto no es suficiente con probar que no existen relaciones comerciales entre firmante y el favorecido. Porque la firma puede obedecer a otras relaciones subyacentes, diferentes al pacto de favor, como puede ser un pago por tercero, o una asunción de deuda o simplemente que se trate de dos sociedades con patrimonios confundidos, cuya personalidad jurídica diferenciada sea una mera apariencia(64).

Así las cosas, y como ha recordado la sentencia de la Audiencia Provincial de Ciudad Real de 29 de septiembre de 2009(65), el que emite un pagaré de favor «debe precaverse ante la necesidad de probarlo, con la consignación en documento privado de la emisión del pagaré y de su finalidad, que supone, ni más ni menos, que no asumirá, frente a aquel a quien en primer lugar se entrega, la responsabilidad que normalmente surge de la firma del efecto».

En definitiva, por tanto, si no se consigue acreditar que el pagaré se ha librado de favor, opera la obligación de pago que surge de la emisión del pagaré.

5. LA CIRCULACIÓN CAMBIARIA DEL PAGARÉ Y LA OPOSICIÓN A TERCEROS DEL PACTO DE FAVOR

5.1. La finalidad del pagaré de favor es que circule el título, porque es la forma de que el favorecido obtenga financiación. La doctrina y la jurisprudencia destacan reiteradamente la vocación circulatoria del título cambiario emitido de favor(66). Y más en concreto, se insiste en que el destino natural de un pagaré o de una letra de favor es su descuento(67).

---

cia de las Audiencias Provinciales se aprecia una tendencia a considerar que sólo cabe la excepción de incumplimiento de la relación causal cuando media un incumplimiento total, esencial, patente o genérico, a efectos de preservar la naturaleza sumaria del proceso cambiario. Y afirman igualmente que «al mismo resultado se llega cuando se alega como excepción que ha habido pactos entre las partes de diferir la exigencia del crédito cambiario, de considerar la letra o el pagaré como de favor, de compensarlo de alguna forma, etc.».

(63) Así lo reiteran numerosísimas resoluciones judiciales, como, por ejemplo, la sentencia núm. 216/2011 de la AP de Madrid, sección 25.ª, de 29 de abril de 2011 (EDJ 2011/123207), la sentencia núm. 332/2005 de la AP de Burgos, sección 2.ª, de 21 de junio de 2005 (EDJ 2005/149731), la sentencia núm. 724/2004 de la AP de Madrid, sección 11.ª, de 17 de noviembre de 2004 (EDJ 2004/205173), la sentencia núm. 196/2003, de la AP de Murcia, sección 2.ª, de 11 de julio de 2003 (JUR 2003\263318), la sentencia núm. 358/2002 de la AP de Asturias, sección 5.ª, de 25 de julio de 2002 (EDJ 2002/55241), la sentencia núm. 181/2002 de la AP de Navarra de 10 de septiembre de 2002 (EDJ 2002/59380), la sentencia núm. 17/1999 de la AP de Córdoba, sección 2.ª, de 25 de enero de 1999 (EDJ 1999/2813), o la sentencia de la AP de Las Palmas de 17 de mayo de 1996 (EDJ 1996/4694).

(64) Vid. a este respecto, la SAP de Asturias, sección 7.ª, de 30 de abril de 2003 (EDJ 2003/119437).

(65) Sección 1.ª Sentencia núm. 230/2009 (EDJ 2009/254613).

(66) Así, entre otras, la sentencia núm. 81/2009 de la Audiencia Provincial de Madrid, sección 13.ª, de 5 de marzo de 2009 (EDJ 2009/67475), y la sentencia de la AP de Valladolid de 11 de marzo de 2002, según la cual «la finalidad de la letra de complacencia sólo puede obtenerse a través de su circulación, ya que carecería de sentido una letra de favor que no saliera del poder de su librador».

(67) En la doctrina GARRIGUES (*Tratado de Derecho Mercantil.* Tomo II. *Títulos-Valores*, cit., p. 243) sostiene que la firma de favor tiene por fin permitir «un descuento de la cambial que en otrocaso sería difícil o imposible». Por su parte, RUBIO (*Derecho cambiario*, cit., p. 218) destaca que el favorecido por una letra de favor «obtiene su valor descontando la letra inmediatamente». En la jurisprudencia se expresan en este mismo sentido numerosas sentencias,

Se afirma, en efecto, que «la relación causal y cambiaria entre firmante y tomador es instrumental de la posterior relación causal y cambiaria entre el tomador (como descontatario y endosante) y el banco (como descontante y endosatario)»[68]. Es más, el hecho de que el título cambiario no sea presentado al descuento bancario es utilizado por los Tribunales como un indicio de que el título no ha sido emitido de favor[69].

En todo caso, el descuento de un pagaré de favor (al igual que el de una letra de complacencia) da lugar a un descuento financiero y no comercial, porque el efecto no responde a operación comercial alguna, operando el pagaré como una garantía ante la entidad descontante.

5.2. Habitualmente, el descuento de pagarés o letras de cambio se instrumenta por medio de un endoso[70], dada la facilidad con la que de este modo se transmite el crédito cambiario a la entidad descontante, y dada también la protección que de esta forma se le otorga al descontante, que puede beneficiarse de la disciplina del rigor cambiario.

En efecto, la eliminación de la mención de la relación causal o subyacente en el pagaré, como consecuencia de la incorporación al Derecho español del régimen esencialmente abstracto establecido en la Ley uniforme de Ginebra, pretende facilitar la circulación de los créditos mediante la circulación de los títulos. Significa esto que cuando el título cambiario circula, el tercero ajeno a la relación subyacente goza de una posición jurídica independiente y autónoma a la de las partes del negocio causal, de modo que, en principio, y salvo que actúe de mala fe, el obligado cambiario no puede oponerle las excepciones basadas en dicha relación subyacente o causal. En consecuencia, el pagaré funciona como un título abstracto en las relaciones entre su firmante y un tercero poseedor, pues éste no queda afectado por las excepciones que el firmante del pagaré pueda oponerle y que estén basadas en sus relaciones personales con alguno de los tenedores anteriores del pagaré[71].

---

como por ejemplo, la núm. 494/2009 de la Audiencia Provincial de Lugo, sección 1.ª, de 19 de junio de 2009 (EDJ 2009/137652); la sentencia núm. 181/2002, de la Audiencia Provincial de Navarra de 10 de septiembre de 2002 (EDJ 2002/59380) [según la cual «por definición la letra "de favor" se emite para ser negociada con un tercero, normalmente una entidad de crédito, que adelante así una cantidad al librador fiada de la solvencia del aceptante»], o la sentencia núm. 17/1999 de la Audiencia Provincial de Córdoba, sección 2.ª, de 25 de enero de 1999 (EDJ 1999/2813), en la que se destaca que «la obligación que asume el aceptante se establece sin intención de cumplir la obligación cambiaria y se suscribe la letra con el solo fin de favorecer a su persona, generalmente el librador, que con ello puede negociar y descontar la cambial, permitiendo la obtención inmediata de su valor».

(68) Así se expresa la sentencia núm. 161/2011 de la Audiencia Provincial de Ourense, sección 1.ª, de 4 de mayo de 2011 (La Ley 70186/2011) y la sentencia núm. 352/2009 de la Audiencia Provincial de Salamanca, sección 1.ª, de 22 de septiembre de 2009 (AC 2009\2029).

(69) Tal es el caso, por ejemplo, de la sentencia núm. 453/2000 de la Audiencia Provincial de Valencia, sección 9.ª, de 7 de junio de 2000 (EDJ 2000/25790).

(70) Con relación a las letras de cambio, la doctrina ha recordado insistentemente que el descuento obliga al descontatario a endosar las letras a favor del descontante, salvo que hayan sido libradas directamente en favor de éste (GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, 2.ª ed., Impr. Aguirre, Madrid, 1975, pp. 266 y ss.; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., *El contrato bancario de descuento*, Centro de documentación bancaria y bursátil, Madrid, 1990, p. 600; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, tomo II, ed. Bosch, Barcelona, 1990, p. 458; PETIT LAVALL, M.ª V., «El deber de diligencia del banco en el contrato de descuento. Comentario a la STS (Sala 1.ª) de 22 de diciembre de 1992», *Diario La Ley*, 1994, tomo 4, p. 241).

(71) DE ALMANSA MORENO-BARREDA, «Presente y futuro del pagaré cambiario», *CDC, Diez años de Ley cambiaria y del cheque*, 1996, pp. 255 (274). En contra de la interpretación de los artículo 29 y 67 de la LCCh en clave

Como afirma la SAP de Burgos de 21 de junio de 2005[72] respecto a una cambial, «quien acepta una "letra de favor" se sitúa formal y conscientemente en una posición deudora frente a terceros, y frente a ellos no puede alegar el "pacto de favor", al que dichos terceros son ajenos, y que no aparece reflejado en la letra».

No obstante, el artículo 20 de la LCCh, tras disponer que el demandado por una acción cambiaria no podrá oponer al tenedor las excepciones fundadas en sus relaciones personales con el librador o con los tenedores anteriores, establece la salvedad de que esto es así salvo que «el tenedor al adquirir la letra haya procedido a sabiendas en perjuicio del deudor»[73]. Se recoge así la denominada *exceptio doli*, con la cual se rompe la abstracción del pagaré[74].

5.3. Pues bien, sobre esta base en la doctrina se ha discutido si es posible oponer la excepción de favor al tercero que, al recibir el título, haya tenido conocimiento del pacto de favor. No en vano la práctica nos enseña que lo habitual es que las entidades de crédito no sólo tengan conocimiento efectivo de dicho pacto, sino que el propio pacto y la propia emisión del pagaré (o de la letra) de favor obedezca a la exigencia de los bancos, como forma de prestar fondos a un sujeto y contar la garantía de la firma cambiaria de una persona solvente.

Para un sector de la doctrina la excepción cambiaria de favor resulta inoponible en todo caso a los terceros cambiarios, siendo indiferente que conozcan o no el pacto de favor en el momento de la adquisición del título. Es más, también se considera irrelevante que el tercero obre de mala fe o con *animus nocendi*. Esta es la tesis que defiende en nuestra doctrina el Profesor PAZ-ARES, quien considera que la excepción de favor no es oponible al tercero cambiario porque tal excepción, a su juicio, no existe[75]. En su opinión, cuando se alude al pacto de favor se está haciendo referencia a la relación subyacente como tal, y aunque

---

de abstracción: CLAVERÍA GOSÁLBEZ, L.-H., «Breves notas sobre la pretendida abstracción en la letra de cambio», *Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, vol. I, La Ley, Madrid, 1994, p. 457 ss.

(72) Sección 2.ª Sentencia núm. 332/2005 (EDJ 2005/149731).

(73) Los Tribunales de justicia reiteran constantemente la posibilidad de oponer el pacto de favor al tenedor de mala fe de un pagaré o de una letra de favor. Así, entre otras muchas, la sentencia núm. 256/2000 de la Audiencia Provincial de Granada, sección 4.ª, de 4 de abril de 2000 (EDJ 2000/46936) [«dada la condición de la letra como título abstracto, la consideración de la misma como letra de favor sólo podría oponerse frente al librador favorecido, más no frente a terceros ajenos a los negocios o pactos que pudieran haber sido concertados entre librador y librado, salvo en el supuesto de que aquellos hubieran procedido a sabiendas y en perjuicio del deudor (art. 20 de C)»], la sentencia núm. 401/2002 de la AP Cantabria, sección 2.ª, de 24 de septiembre de 2002 (EDJ 2002/62275) [«el recurrente insiste en soslayar algo decisivo y fundamental, como es que quien ejecuta la acción cambiaria es el legítimo tenedor de la letra no librador, para quien el título cambiario es por previsión legal abstracto (arts. 33, 20 y 67 LCCH), y frente a quien el librado-aceptante no puede oponer más que las excepciones que las derivadas del propio título, pero no las personales que pudiera haber opuesto al librador, a no ser que el tenedor ejecutante hubiera adquirido la letra a sabiendas en perjuicio del deudor, lo que en modo alguno resulta acreditado en el presente caso, en que ni siquiera es afirmado por el recurrente»], o la sentencia núm. 163/1998, de la Audiencia Provincial de Vizcaya, sección 3.ª, de 22 de abril de 1998 (EDJ 1998/10088).

(74) Sobre la oponibilidad de las excepciones derivadas de la relación subyacente a los terceros cambiarios que actúan «a sabiendas en perjuicio del deudor» vid. ZURIMENDI ISLA, A., *Los fundamentos civiles del Derecho cambiario*, Comares, Granada, 2004, pp. 397 ss.

(75) PAZ-ARES, C., *La letra de favor*, Civitas, Madrid, 1987, pp. 157 ss.

se puede invocar la inexistencia o un vicio de dicha relación subyacente, no existe ningún tipo de excepción cambiaria que permita oponer la propia relación subyacente como tal. Con todo, el propio PAZ-ARES matiza su opinión, al admitir que el pacto de favor pueda llegar a ser opuesto a terceros por medio de la *exceptio doli*(76). Tal sucedería si el favorecido acuerda con el firmante de favor que el efecto cambiario sólo circule de un determinado modo y el favorecido incumple el pacto, siendo conocedor de ello el adquirente. Y también sería oponible la *exceptio doli* si el pacto estuviera viciado, o si el tercero hubiera participado en el pacto de favor, manifestando su voluntad de no proceder contra el favorecedor.

Otros autores, como DE EIZAGUIRRE(77), entienden correcto que la excepción en cuestión no es oponible ni siquiera a terceros de mala fe, porque se trata de una excepción que no existe. Pero van más allá al considerar que debe eliminarse esta excepción del grupo de las excepciones oponibles (o excluíbles) y más en concreto del grupo de las excepciones extracambiarias, para integrarse en el grupo de las denominadas excepciones no necesitadas de exclusión, en las que no se plantea el problema de la oponibilidad. De este modo, se cierra todo resquicio a la *exceptio doli*. Destaca DE EIZAGUIRRE(78) que quien demanda al firmante de favor nunca puede actuar a sabiendas en perjuicio del favorecido ni del favorecedor, y que en ningún caso se puede dar la posibilidad de comunicabilidad de la excepción de dolo frente al tercero. Ello sólo sería posible si el tercero estuviera reclamando una cantidad que debiera restituir al demandado, cosa que nunca sucede en este tipo de supuestos.

En relación con la inoponibilidad de la excepción de favor a terceros cambiarios se ha argumentado también en alguna ocasión que la inoponibilidad obedece a la propia esencia del pacto de favor, que consiste en asegurar el pago a terceros del título. De este modo, si en virtud de dicho pacto de favor el favorecedor se compromete a pagar el título, no al favorecido, sino a un tercero, no tendría sentido que ante una eventual reclamación cambiaria por parte de un tercero el favorecedor pudiera oponer dicha excepción. Esta es la tesis mantenida, por ejemplo, por los maestros GARRIGUES(79) o SÁNCHEZ CALERO(80). Según este último profesor, el favorecedor tan sólo podrá oponer la excepción de favor frente a terceros cuando éstos hayan obrado, al adquirir el título cambiario, a sabiendas en perjuicio del deudor (artículo 67.1 LCCh). Pero destaca el citado autor que no se obra en perjuicio del deudor por el simple hecho de que al adquirir la letra o el pagaré de favor se tenga conocimiento de tal naturaleza. Y de la misma opinión son otros autores como MOXICA

---

(76) PAZ-ARES, C., «Las excepciones cambiarias», MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. (Dir.), *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley cambiaria y del cheque,* Civitas, Madrid, 1986, pp. 251 ss. (366); y PAZ-ARES, C.,*La letra de favor*, cit., pp. 159-160.

(77) DE EIZAGUIRRE BERMEJO, J. M.ª, «El sistema de las excepciones frente a la acción cambiaria», *RDM*, núm. 224, 1997, pp. 517 ss. (en especial 549 ss. y 582 ss.).

(78) DE EIZAGUIRRE BERMEJO, J. M.ª, «El sistema de las excepciones frente a la acción cambiaria», cit., p. 549.

(79) GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil.* Tomo II. *Títulos-Valores*, cit., p. 251, quien destaca que paralizar la acción del tenedor por medio de una excepción de dolo sería contrario a la finalidad económica de la letra de favor, creada y entregada para ser cedida a un tomador o a un endosatario, quienes la adquieren precisamente porque confían en la solvencia del firmante.

(80) SÁNCHEZ-CALERO, F., «Las excepciones cambiarias», *RDBB* 1988, pp. 7 ss. (28).

ROMÁN[81], cuando afirma que «frente a terceros nunca es oponible esta excepción ni siquiera frente al que conocía que la firma era de favor, y ello porque su causa y fundamento es el propio favor tendente al reforzamiento del crédito», o BARRERO RODRÍGUEZ[82], quien defiende que la excepción de favor resulta oponible frente al tercero que adquiera la letra a sabiendas y en perjuicio del favorecedor, con *consilium fraudis* o, simplemente, con ánimo de perjudicar, pero no en aquellos casos en los que, aun teniendo conocimiento del pacto de favor, no medie dicho *animus nocendi*.

En la jurisprudencia menor siguen esta interpretación resoluciones como el Auto de la Audiencia Provincial de Cáceres de 22 de marzo de 2011[83] (según el cual «el favorecedor no puede oponer a terceros adquirentes de la cambial el carácter de la misma, ni aunque ese tercero conozca que la letra es de favor, pues precisamente la causa de su obligación está en la concesión de crédito asumiendo la responsabilidad cambiaria frente a terceros»), o la sentencia de la Audiencia Provincial de Lugo de 19 de junio de 2009[84] (en la que se destaca que «aun tratándose de letras de favor y conociendo esta circunstancia al tiempo de adquirir la letra el Banco tenedor, ello no integraría la "exceptio doli", pues la firma de favor no altera en modo alguno la validez de la cambial y el librado al aceptar voluntariamente la letra cualquiera que fuese su causa, está autorizando al librador para que la ponga en circulación, con conocimiento de la limitación de excepciones en tal caso, y asumiendo en consecuencia la obligación de abonar la letra frente a terceros, salvo que se probase que hubiere mediado engaño para obtener la voluntad del aceptante»). Y en parecido sentido se expresan, entre otras, la sentencia de la Audiencia Provincial de Burgos de 16 de abril de 2009[85]; la sentencia de la Audiencia Provincial de Valladolid de 11 de marzo de 2002[86], o la sentencia la de la Audiencia Provincial de Asturias de 5 de marzo de 1996[87].

Naturalmente, en los casos en los que el favorecedor deba hacer frente al pago del pagaré, por reclamarle el pago un tercero adquirente de buena fe, podrá el favorecedor reclamar del favorecido la restitución de lo pagado más los gastos que se le hubieran ocasionado. No obstante, esta acción no tiene, en modo alguno, naturaleza cambiaria. Porque una

---

(81) MOXICA ROMÁN, J., *Ley cambiaria y del cheque. Análisis de doctrina y jurisprudencia*, 6.ª edición, Aranzadi Editorial, Cizur Menor, 2002, p. 632.

(82) BARRERO RODRÍGUEZ, E., *Las excepciones cambiarias*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2007, p. 141.

(83) Sección 1.ª Auto núm. 37/2011 (EDJ 2011/69596).

(84) Sección 1.ª Sentencia núm. 494/2009 (EDJ 2009/137652).

(85) Sección 3.ª Sentencia núm. 168/2009 (EDJ 2009/73994).

(86) Sección 3.ª Sentencia núm. 82/2002 (EDJ 2002/21671). Resulta especialmente relevante el siguiente párrafo de esta sentencia: «Pero como decimos, además de haberse acreditado esta deuda, lo que no se ha llegado a demostrar es que el tenedor cambiario conociera el carácter de favor que tenía la letra. Pero incluso en este supuesto, parte de la doctrina viene sosteniendo, que aun cuando el poseedor de la letra sepa que se trata de un giro de favor ningún obstáculo hay que le impida obtener el pago. El firmante, entiende parte de la doctrina, no podrá alegar una excepción de dolo, por la razón elemental de que si la letradefavor no es una letra con causa ilícita, es claro que no puede argüir mala fe del hecho de que se adquiera conociendo el verdadero origen del título. La letra de favor no es una letra sin causa, ni mucho menos es una cambial con causa ilícita, sino que la causa de la letra de complacencia está precisamente en el favor, en el contrato antecedente. Paralizar la acción del tercero poseedor de la letra por medio de una excepción de firma de favor, sería precisamente contrario a la finalidad de las cambiales de complacencia, cuya razón de ser económica es precisamente la de ser creada y trasmitida para que el librador pueda obtener su capital del tomador, quien lo presta, precisamente atendiendo a la garantía que le merece la firma del favorecedor».

(87) Sección 5.ª Sentencia núm. 97/1996 (AC 1996, 459).

vez pagado el pagaré por parte del firmante, se extingue la vida del título cambiario[88]. Así las cosas, la acción de la que dispondrá el firmante del pagaré es la acción extracambiaria de responsabilidad civil contractual (artículo 1101 del Código Civil) contra el tomador-*favorecido* del pagaré[89].

6. LA CESIÓN ORDINARIA DEL PAGARÉ DE FAVOR Y LA OPONIBILIDAD DEL PACTO DE FAVOR A LA ENTIDAD DESCONTANTE

6.1. Como se ha indicado, la forma más habitual de entrega del pagaré o de la letra al descontante es el endoso, única forma de circulación cambiaria del pagaré o de la letra[90]. Ahora bien, es igualmente posible que se produzca la denominada cesión ordinaria del pagaré o de la letra. El artículo 24 de la LCCh se refiere a la cesión de la letra disponiendo que «la cesión ordinaria de la letra transmitirá al cesionario todos los derechos del cedente, en los términos previstos en los artículos 347 y 348 del Código de Comercio», y que «el cesionario tendrá derecho a la entrega de la letra»[91]. Y este precepto resulta aplicable al pagaré, en virtud de la remisión realizada por el artículo 96 de la LCCh.

De hecho, al firmar un pagaré puede disponerse la prohibición de endosarlo, introduciendo la cláusula no a la orden u otra equivalente[92], aunque también puede procederse a la cesión ordinaria del pagaré de forma voluntaria y no impuesta por la prohibición introducida al emitirlo. De todos modos, nuestra doctrina insiste en que, salvo que el descontante lo admita expresa o tácitamente, la obligación de transmitir el crédito descontado debe hacerse por medio de un endoso y no de la cesión ordinaria[93].

La jurisprudencia ha venido destacando las principales diferencias entre el endoso y la cesión ordinaria de un pagaré. En efecto, aunque es criterio mayoritario entender que el adquirente del efecto por medios extracambiarios puede ejercitar la acción cambiaria pues con la cesión se le transfiere el crédito incorporado a la letra, con la totalidad de derechos y acciones que correspondían al cedente[94], su posición jurídica no es idéntica a la del endo-

---

(88) Así lo destaca, en relación con la letra de favor, la sentencia del Tribunal Supremo de 29 de enero de 1991 (EDJ 1991/801).

(89) Vid, al hilo de una letra de favor, la sentencia núm. 520/2010 de la Audiencia Provincial de Alicante, sección 9.ª, de 22 diciembre 2010 (EDJ 2010/349135).

(90) *Vid*. VERGEZ SÁNCHEZ, M., «La circulación de la letra», en MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A (Dir.), *Derecho cambiario*, cit., pp. 448 ss. (501).

(91) Finaliza el artículo 24 LCCh disponiendo que «iguales efectos producirá la transmisión de la letra por cualquier otro medio distinto del endoso».

(92) Vid., al respecto, la sentencia núm. 252/2010 de la Audiencia Provincial de Castellón, sección 3.ª, de 14 de julio de 2010 (La Ley 158576/2010), o la sentencia núm. 109/2005 de la Audiencia Provincial de Cádiz, sección 2.ª, de 17 de noviembre de 2005 (La Ley 251996/2005).

(93) Vid. nota 65. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., *El contrato bancario de descuento*, cit., p. 599, argumenta que el endoso es la forma normal de circulación de los títulos a la orden, de modo que si el título puede ser endosado debe ser endosado, salvo admisión del descontante de la cesión ordinaria. Véase también LOIS BASTIDA, F., «El contrato de descuento», en SEQUEIRA, A./GADEA, E./SACRISTÁN, F. (Directores), *La contratación bancaria*, Dykinson, Madrid, 2007, pp. 671 ss. (689).

(94) Sentencia núm. 19/2011 de la Audiencia Provincial de Tarragona, sección 3.ª, de 3 de enero de 2011 (La Ley 28208/2011); la sentencia núm. 171/2010 de la AP de Madrid, sección 8.ª, de 21 de abril de 2010 (EDJ 2010/97351), con ulteriores referencias.

satario del pagaré. Porque mientras el endosatario adquiere una posición jurídica autónoma e independiente, estando protegido por el artículo 20 de la LCCh, no sucede lo mismo con el cesionario[95]. Además, si al endosatario le basta para acreditar su legitimación *ad causam* con la posesión de la letra o pagaré en virtud de una cadena ininterrumpida de endosos, el cesionario por cesión ordinaria debe acreditar su legitimación extracambiaria, justificando el título en virtud del cual adquirió el efecto y el negocio jurídico que determinó su libramiento.

Por otra parte, la cesión precisa ser notificada al deudor, en virtud de lo dispuesto en los artículos 1257 del Código civil y 347 del Código de comercio[96], si bien no se trata de un requisito de validez de la cesión, sino tan sólo de la manera de obligar al deudor con el nuevo acreedor al solo efecto de que no se repute pago legítimo, desde aquel acto, el que se hiciera en favor del cedente.

6.2. Nuestra mejor doctrina ha venido entendiendo que cuando el título cambiario de favor es objeto de una cesión ordinaria no cabe oponer al cesionario la excepción de favor. Así lo afirma el Profesor PAZ-ARES, cuando al defender la inoponibilidad del pacto de favor a tercero doloso sostiene que «no es oponible al "tercero doloso" porque cuando éste adquiere la letra no existe la excepción. Buena prueba de ello es el hecho de que, aunque la letra se transmita por cesión de derecho común, la excepción no es esgrimible frente al cesionario»[97].

En sentido similar, la jurisprudencia menor ha venido reconociendo la imposibilidad de que el firmante de favor de un pagaré oponga el pacto de complacencia al banco descontante incluso cuando el favorecido-descontatario lo ha entregado al descontante por medio de una cesión ordinaria. Así lo ha hecho la sentencia núm. 161/2011 de la Audiencia Provincial de Ourense, sección 1.ª, de 4 de mayo de 2011[98].

En el caso resuelto por esta sentencia, una entidad bancaria descontante de un pagaré, que había recibido por cesión ordinaria, demanda al firmante. Éste opone el incumplimiento del negocio causal que fundamentaba el libramiento del título. No obstante, la sentencia tiene por cierto que el pagaré fue librado para la obtención de financiación por parte del tomador, sin que se hubiera acreditado otra relación causal. Sobre esa base, la sentencia recuerda las características del pagaré de favor:

«El pagaré de favor financiero tiene su origen en un acuerdo por cuya virtud el firmante asume la emisión de un pagaré con objeto de reforzar con su declaración cam-

---

(95) Sentencia núm. 103/2011 de la Audiencia Provincial de Madrid, sección 20.ª, de 11 de febrero de 2011 (La Ley 34417/2011); sentencia núm. 70/2010 de la Audiencia Provincial de León, sección 1.ª, de 26 de febrero de 2010 (La Ley 30632/2010); sentencia núm. 111/2006 de la Audiencia Provincial de Madrid, sección 10.ª, de 9 de febrero de 2006 (LA LEY 232588/2006); sentencia núm. 109/2005 de la Audiencia Provincial de Cádiz, sección 2.ª, de 17 de noviembre de 2005 (La Ley 251996/2005).

(96) La necesidad de notificar la cesión ordinaria del pagaré es destacada, por ejemplo, en la sentencia núm. 218/2008 de la Audiencia Provincial de Badajoz, sección 3.ª, de 31 de julio de 2008 (La Ley 165058/2008).

(97) PAZ-ARES, C., «Las excepciones cambiarias», cit., p. 366. Vid. también PAZ-ARES, C., *La letra de favor*, cit., pp. 158 ss.

(98) La Ley 70186/2011.

biaria el crédito del favorecido. Por consiguiente la relación causal y cambiaria entre firmante y tomador es instrumental de la posterior relación causal y cambiaria entre el tomador (como descontatario y endosante) y el banco (como descontante y endosatario). No existe una obligación causal material entre el favorecedor y el favorecido, lo que no quiere decir que no haya causa antecedente que justifique la emisión y entrega del título. El pacto de favor es un pacto válido y eficaz donde aparecen varias relaciones jurídicas, así el favorecedor se obliga frente al favorecido a suscribir una letra de cambio o pagaré, asumiendo la obligación cambiaria correspondiente; el favorecido se obliga frente al favorecedor a mantenerle indemne de las consecuencias patrimoniales que conlleva la asunción de la obligación cambiaria, bien a través del rescate del título mediante su pago antes del vencimiento, o bien anticipando o reintegrando al favorecedor los fondos necesarios para atender el pago a su vencimiento».

Pues bien, acto seguido, la sentencia de la Audiencia Provincial de Ourense de 4 de mayo de 2011 rechaza la posibilidad de oponer el pacto de favor al banco descontante:

«Si bien no es exigible, en contra de lo sostenido en la oposición al recurso por la demandante, que la demandada hubiera comunicado a ésta que el crédito no había nacido porque las relaciones existentes entre el Banco descontante y el descontatario le son ajenas, no puede obviarse que excluida la relación causal base de la posición procesal de la demandada, la única justificación del libramiento del pagaré no determina la posibilidad de oponer excepción alguna frente a su legítimo tenedor. La existencia del pacto de favor no supone posible motivo de oposición susceptible de favorable acogida frente al legítimo tenedor del título que, por tanto, puede ejercitar las acciones que tenga por conveniente para el cobro de su importe.

En síntesis, la emisión del pagaré obedeció al propósito de que Proinsa obtuviera financiación, sin que se haya acreditado relación causal alguna complementaria del mero pacto de favor y ese pacto no dispensa al demandado librador del título de abonar su importe una vez sea reclamado por su legítimo tenedor, lo que ahora ha acontecido, por ello debe rechazarse el recurso planteado con plena confirmación de la resolución impugnada».

6.3. Sin embargo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de julio de 2011 adopta una solución totalmente diferente a la indicada, argumentando que «el obligado de favor puede oponer el "pacto de favor" frente a quienes se hallan en la misma posición que el tomador favorecido por ostentar la condición de cesionarios ordinarios subrogados en su posición, que no han adquirido los derechos derivados del título cambiario, dada la inexistencia de endoso o circulación cambiaria».

De este modo, el Tribunal Supremo aplica al pagaré de favor su jurisprudencia sobre cesión de créditos, jurisprudencia que sintetiza la sentencia del Tribunal Supremo de 30 de abril de 2007[(99)] al señalar que la cesión de créditos produce «tres importantes efectos jurídicos: a) el cesionario adquiere la titularidad del crédito, con el mismo contenido que tenía el acreedor cedente, permaneciendo incólume la relación obligatoria (SS. 15 nov.

(99) Sentencia núm. 459/2007, de 30 de abril (RJ 2007\3558).

1990 [RJ 1990, 8948], 22 feb. 2002, 26 sept. 2002 [RJ 2002, 7873], 18 jul. 2005 [RJ 2005, 9243]); b) el deudor debe pagar al nuevo acreedor (SS. 15 mar. [RJ 2002, 1891] y 15 jul. 2002 [RJ 2002, 7178], 13 jul. 2004 [RJ 2004, 4671]); y c) al deudor le asiste el derecho de oponer al cesionario, todas las excepciones que tuviera frente al cedente (SS. 29 sept. 1991, 24 sept. 1993 [RJ 1993, 6742], 21 mar. 2002 [RJ 2002, 2526])».

Desde luego, desde una perspectiva de pura lógica la solución del Tribunal Supremo parece correcta. Porque si el cesionario de un pagaré asume la misma posición jurídica que el cedente, y si el favorecedor puede oponer el pacto de complacencia al favorecido de un pagaré, cuando el favorecido cede el pagaré a un tercero, ese tercero se subrogaría en la posición del cedente (en su relación con el favorecedor).

Sin embargo, esta solución choca con el hecho de que en el pacto de favor las partes acuerdan que el favorecedor pagará el efecto a los terceros que lo hayan adquirido, y por eso el favorecido se obliga a aportar anticipadamente los fondos. Es decir, si las partes cuando estipulan el pacto de favor no acuerdan expresamente que el efecto cambiario circule únicamente por medio de endoso, parecería que admiten también la cesión ordinaria[100]. Y si ese fuera el caso, la solución seguida por la sentencia del Tribunal Supremo de 6 de junio de 2011 vendría a chocar con lo acordado por las partes.

Por ese motivo, consideramos que hubiera sido más apropiado amoldar la jurisprudencia del Tribunal Supremo sobre la cesión de créditos a las peculiaridades del pacto de favor. De este modo, parecería más conveniente una interpretación según la cual el favorecedor sólo pudiese oponer el pacto de complacencia al descontante del pagaré cuando las partes hubiesen pactado una modalidad concreta de circulación del título, que hubiese sido incumplida por el tomador del pagaré, con el conocimiento del descontante.

En todo caso, la sentencia del Tribunal Supremo ahora comentada a buen seguro operará como determinante para que las entidades bancarias descontantes no acepten la cesión ordinaria de pagarés de favor, dado el temor a que el firmante de favor les oponga con éxito la excepción de favor.

Por lo demás, el hecho de que el firmante de favor del pagaré oponga con éxito la excepción de favor al banco descontante no impide que este último pueda exigir al descontatario la devolución del importe anticipando, haciendo uso así de la cláusula «salvo buen fin». Naturalmente, lo que no procederá es el ejercicio por parte de la entidad descontante de las acciones causales contra el tomador del pagaré, al no haber circulado éste cambiariamente.

---

(100) Como afirma el Prof. PAZ-ARES (*La letra de favor*, cit., p. 158), *«de acuerdo con el sentido del convenio de favor, el favorecedor autoriza al favorecido a negociar y hacer circular la letra, siendo para él indiferente que lo haga a través del endoso o de la cesión»*.

Noticias

1. «Acción de Concierto» no siempre va unida a «Control conjunto» (Comentario a la Sentencia de la *Cour de Cassation* de 15 de marzo de 2011)

La *Cour de Cassation* francesa ha aportado recientemente nuevos criterios de distinción entre los conceptos de «Concierto» y «Control conjunto». Si bien es verdad que la existencia de un acuerdo entre el accionista principal de una sociedad con el resto de accionistas para dotar de una nueva organización de los órganos de gestión es constitutiva de una acción de concierto puede, sin embargo, no ser suficiente para considerar que estamos ante una situación de control conjunto sobre la sociedad en el sentido del artículo L. 233-3 III del *Code du Commerce*, si no se demuestra, además, que dicha acción de concierto les confiere el poder para determinar de hecho las decisiones en la Junta general.

La Sentencia de 15 de marzo de 2011 de la *Cour de Cassation* (Sala Mercantil, núm.10-11.877, SARL Libération C/ Aubenas y otros), de la que damos aquí reseña de su contenido[1], ha captado la atención de los expertos en Derecho de Sociedades y Derecho del Mercado Financiero, debido a que mantiene un nuevo concepto, mucho más flexible, sobre la «acción de concierto» y en cuanto a la distinción que opera entre el concepto de «acción de concierto» (L. 233-10 *Code du Commerce*) y «control conjunto» (L. 233-3, III *Code du Commerce*).

I. El supuesto de hecho: la transmisión de una empresa de comunicación

En el supuesto de hecho que da origen a la demanda tienen lugar una serie de pactos entre las sociedades implicadas en la edición del periódico *Liberación*, cuyo resultado es una reorganización de los órganos de gestión de dicha sociedad (SAIP)[2]. En abril de 2005, la SAIP acuerda un aumento de capital con creación de una nueva categoría de acciones (acciones D), cuya suscripción se reserva enteramente a un nuevo inversor, la Sociedad Holding Financier Jean Goujon (HFJG). Como consecuencia de esta operación, HFJG obtiene 6 de los 15 puestos en el Consejo de Administración de la SAIP[3]. Ese mismo día se lleva a cabo un pacto con los accionistas de SCPL por el que se acuerda que corresponderá al Presidente o Director general, o en caso de disociación de estas funciones al Director

---

(1) Véase MARTIN LAPRADE, F., «Concertne rime pastoujours avec contrôle», *Revue des Sociétés,* núm. 10, octubre, 2011, p. 552 y ss.; RONTCHEVSKY, N., Nota de Jurisprudencia, en *RevueTrimestrielle de droit comercial et de droit économique (RTDcom)*, julio-septiembre 2011, núm. 3, p. 603 y ss.

(2) La Sociedad de Responsabilidad Limitada «Liberación», empresa de comunicación editora del periódico del mismo nombre, era el socio único de la Sociedad Anónima de Inversión de Prensa (SAIP). Sin embargo, las acciones representativas del capital de esta última se dividieron en tres categorías, A, B y C, que pasaron a ser, respectivamente, detentadas por: la sociedad civil del personal de «Liberación» (SCPL), por diversas sociedades y por los representantes legales de SAIP

(3) El resto de Administradores corresponden: 3 de ellos a la categoría de acciones A; 4 administradores a la categoría B; y 2 administradores a la categoría C.

General de la SAIP, el nombramiento del cargo de Director de Redacción del periódico *Liberación*. De otra parte, se acuerda también que, en caso de cesación de funciones por parte del Director general, el nuevo Director será designado de entre los candidatos propuestos por los administradores de la sociedad HFJG.

Catorce meses más tarde se produce la dimisión del Director General y del Director de Operaciones de SAIP, y los nuevos miembros del Consejo de Administración de esta sociedad son elegidos por cooptación en su reunión de 29 de junio de 2006. Ese mismo día, se designa como Director General al Director de Operaciones, a propuesta de los nuevos administradores.

Como consecuencia de esta recomposición de los órganos de gestión de la sociedad «Liberación» cuatro trabajadores del periódico (Sra. Aubenas, Simonnot y MM. de Baecque y Hatzfeld) decidieron romper sus contratos de trabajo y solicitar las indemnizaciones que señala el artículo L. 7112-5-1.º del *Code du Travail*(4), pues consideraron que se había producido un cambio en los órganos de gestión, asimilable a la transmisión del periódico *Liberación*. El mencionado precepto permite que un trabajador del periódico pueda solicitar la indemnización prevista en el art. L. 7112-3 del *Code du Travail*, siempre que la ruptura del contrato de trabajo, pese a tener lugar por iniciativa del propio trabajador, esté motivada por la transmisión del periódico. Esta circunstancia hace pensar que estamos ante un supuesto un poco peculiar de acción de concierto, ya que confluye una «cláusula de objeción de conciencia» a favor de los periodistas, quienes tienen derecho a renunciar a sus contratos, manteniendo la indemnización, en caso de cesión del periódico que les contrata, cuando el nuevo propietario mantenga una línea de pensamiento editorial distinta.

En este sentido, la *Cour de Cassation* (Sala de lo Social) ha considerado que la transmisión del periódico tiene lugar con la toma del control directo o indirecto de la empresa editora del periódico, en el sentido del artículo L. 7112-5-1.º del *Code du Travail*, en combinación con los artículos L. 233-3, III del *Code du Commerce*(5), y L. 233-10 del *Code du Commerce*(6). Según argumentan los propios trabajadores periodistas, el acuerdo entre

---

(4) El artículo L. 7112-5 del *Code du Travail* señala que «Si el incumplimiento del contrato de trabajo se produce en la iniciativa del periodista profesional, las disposiciones de los artículos L. 7112-3 y L. 7112-4 son aplicables cuando la ruptura es motivada por una de las siguientes circunstancias:

1.º La transmisión del periódico o revista;

2.º Terminación del periódico o publicación periódica por cualquier motivo;

3.º El cambio notable en el carácter o la dirección del diario o periódico si el cambio crea, para el empleado, una situación que pueda perjudicar su honor, la reputación o, en general, sus intereses morales. En estos casos, si el empleado rompe su contrato no está obligado a respetar el plazo previsto en el artículo L. 7112-2».

(5) L. 233-3, III del *Code du Commerce* determina que «A los efectos de las mismas secciones de este capítulo, se considera que dos o más personas actúan en concierto cuando ejercitan conjuntamente el control, determinando de hecho las decisiones adoptadas en las asambleas generales».

(6) El artículo L. 233-10 *Code du Comerce* (versión en vigor desde 7 de julio de 2011) señala que:

I. Se considera que actúan en concierto las personas que han concluido un acuerdo con vistas a adquirir, ceder o ejercitar los derechos de voto, para poner en práctica una política común en la sociedad o para obtener el control de dicha sociedad.

II. Dicho acuerdo se presume que existe:

1.° Entre una sociedad, el presidente de su Consejo de administración y sus directores generales o los miembros de la dirección y sus gerentes;

2.° Entre una sociedad y las sociedades que ésta controla en el sentido del artículo L. 233-3;

SCPL y la sociedad HFJG para llevar a cabo una reorganización de los órganos de gestión es constitutivo de una acción de concierto que les permite ejercitar un control de hecho sobre la Sociedad Editora del periódico *Liberación*, siendo este control conjunto asimilable a la transmisión misma del periódico. En la sentencia comentada, la *Cour de Cassation* no desaprueba el razonamiento del Juez de primera instancia en cuanto a la caracterización de la «acción de concierto», ya que mantiene una posición similar al respecto, pero discrepa de la motivación de éste referida a la demostración de la existencia de un control conjunto sobre la sociedad «Liberación», como a continuación veremos.

II. Caracterización de la «Acción de Concierto»

1. La posición de los Tribunales.

Las instancias judiciales que han emitido fallo sobre el supuesto de hecho han centrado su atención en diversos elementos de cara a proceder a una caracterización de la «acción de concierto». Así, el Tribunal de 1.ª Instancia considera que existe una acción de concierto entre la SCPL y la sociedad HFJG, tomando como base de su afirmación los pactos de los accionistas por los que se establecen las formas de designación de los futuros administradores sociales. En concreto, el Tribunal considera que el acuerdo del Consejo de Administración de 29 de junio de 2006, por el que se nombra a dos nuevos administradores mediante el sistema de cooptación, es decisivo de cara a considerar que existe una acción de concierto entre ambas sociedades. En el curso de la misma sesión, se designa nuevo Presidente-Director General y nuevo Director de Operaciones de la sociedad, quienes a su vez son nombrados administradores de la sociedad «Liberación». Esta reorganización del Consejo de Administración de SAIP deriva en una gestión conjunta de la misma, acordada por las sociedades HFJG (que es el accionista principal) y SCPL, puesto que el cargo de Presidente ha sido nombrado por iniciativa de esta última.

Sin embargo, el Tribunal de Apelación resuelve la cuestión tomando en consideración la noción de «política común» que caracteriza a la acción de concierto en el derecho francés (L. 233-10 *Code du Commerce*). Se trataría, por un lado, de constatar la voluntad común de los actuantes en concierto de influir sobre el desarrollo y la estrategia del periódico *Liberación*. Cabe también la posibilidad de considerar que los pactos de los actuantes en concierto podrían no tener por finalidad la de llevar a cabo una política común en relación al periódico, sino únicamente la intención de preservar el interés financiero del nuevo inversor y de garantizarle un derecho de información reforzado.

La *Cour de Cassation* desaprueba las afirmaciones del Tribunal de Apelación, considerando que la mera existencia de un acuerdo entre las sociedades SCPL y HFJG para dotar de una nueva organización a los órganos de gestión constituye una acción de concierto entre ambas sociedades, siendo innecesaria la investigación por parte del Tribunal sobre la existencia de una voluntad común de ambas sociedades en uno u otro sentido. Esta solución ha requerido, a juicio de la *Cour*, de varias observaciones sobre los conceptos de

---

3.° Entre las sociedades controladas por la misma o las mismas personas;

4.° Entre los socios de una sociedad por acciones y las sociedades que controla;

5.° Entre el fiduciario y el beneficiario de un contrato de fideicomiso, si el beneficiario es el fideicomitente.

III. Las personas que actúan en concierto son solidariamente responsables por las obligaciones que les impongan las leyes y reglamentos.

acuerdo y de política común y sobre su aplicación a los acuerdos de recomposición de los órganos de gestión de las sociedades implicadas.

2. El concepto y la forma del acuerdo.

En cuanto al *concepto de acuerdo y al perímetro del concierto*, las soluciones adoptadas por las distintas instancias judiciales confirman la indiferencia de la forma del acuerdo a los efectos de su existencia, pudiendo éste ser verbal, tácito o resultar de la actitud de los interesados en el Consejo. Incluso la existencia de un simple paralelismo de comportamientos entre los actuantes en concierto puede ser suficiente para considerar que existe concierto entre ellos. La extrema flexibilidad que el derecho francés confiere al concepto «acción de concierto» se pone de manifiesto a la vista de las escasas exigencias legales con que ha sido concebido este instituto, pues únicamente es preceptiva la intención de poner en práctica una «política común» en la sociedad. No obstante, la mera exigencia de puesta en práctica de una política común parece indicar que ésta ha de ser duradera, incluyéndose en este ámbito los acuerdos sobre gestión mencionados en el supuesto de hecho que es objeto de comentario(7).

El Tribunal de 1.ª instancia ha considerado que el hecho de que la recomposición del Consejo de administración de la sociedad haya sido decidido por unanimidad de todos los administradores de SAIP presentes en la sesión de 29 de junio de 2006 no es suficiente para descartar la existencia de un concierto entre los únicos representantes de HFJG y SCPL. O dicho de otra manera, una decisión adoptada en Consejo de administración por unanimidad de los representantes de distintos grupos de accionistas podría ser suficiente para considerar que existe un concierto entre los dos accionistas más importantes, sin que exista otro acuerdo especial entre ellos, si tenemos en cuenta que existe concierto cualquiera que sea su forma.

3. El concepto de «política común».

La *Cour du Cassation* ha mantenido, igualmente, una concepción amplia de «política común», considerando que ésta puede derivarse no sólo del interés de los actuantes en concierto frente a la sociedad —por lo que respecta a su gestión, estrategia y orientación del periódico, que había sido hasta ese momento dirigida por la SCPL—; sino también del deseo legítimo de un inversor de proteger sus intereses patrimoniales concluyendo un pacto entre accionistas.

La decisión de la *Cour* confirma este concepto amplio de «política común» al declarar «improcedente» la petición solicitada por una de las partes, consistente en verificar si los actuantes en concierto tenían la voluntad común de influir sobre la estrategia y la orientación del periódico «Liberación». Esta solución no es, seguramente, la predicable bajo la letra del actual art. L. 233-10 *Code du Commerce* (versión en vigor desde el 7 de julio de 2011), conforme al cual, la política común parece tener un objetivo más limitado: «para poner en práctica una política común en la sociedad o para obtener el control de dicha sociedad».

Conforme a la redacción del art. L. 233-10 I *Code du Commerce* aplicable en el momento de los hechos (redacción anterior a la modificación operada por la Ley núm.

(7) Véase MUÑOZ PÉREZ, A.F., *El concierto como presupuesto de la OPA obligatoria*, Madrid, 2007, p. 90 y ss.

2010-1249, de 22 de octubre de 2010, de Regulación Bancaria y Financiera), el precepto enunciaba que «una acción de concierto se podría derivar de la presencia de un acuerdo concluido con vistas a adoptar una política común respecto de la sociedad». Es decir, que debía existir una estrategia dirigida a determinar directa o indirectamente las grandes operaciones financieras, sociales, comerciales o tecnológicas de la sociedad[8].

Conforme a este concepto amplio de política común, la *Cour de Cassation* considera que, cuando existe un acuerdo para poner en práctica una política común, no puede dejar de reconocerse que existe una acción de concierto, aunque los interesados manifiesten su oposición ideológica, o se manifieste que tan sólo existe un pacto entre los accionistas para preservar los intereses financieros de uno de ellos.

4. Los acuerdos sobre organización de los órganos de gestión como acuerdos constitutivos de una acción de concierto.

El aspecto más interesante de la sentencia es, sin duda, la afirmación según la cual el acuerdo entre accionistas por el que se adopta una nueva organización de los órganos de gestión de la sociedad puede constituir una acción de concierto. De esta manera, la *Cour* admite que tal objetivo puede ser suficiente para considerar que existe la política común, constitutiva de una acción de concierto, en el sentido del art. L. 233-10 I del *Code du Commerce.* No obstante, y aunque la redacción del precepto puede incluso hacernos pensar que cualquier acuerdo del consejo de administración que tenga por objeto un cambio en la dirección general permitiría considerar que existe una acción de concierto con todas las consecuencias jurídicas que ello conlleva, dicha solución no debiera extenderse de manera generalizada más allá del caso particular que nos ocupa, referido a una empresa de prensa no cotizada y en la que confluye la aplicación de las disposiciones del artículo L. 7112-5 *Code du Travail.*

Debemos tener presente que, si bien las disposiciones del artículo L. 233-10 *Code du Commerce* relativas a la acción de concierto se aplican indiferentemente a todas las sociedades, no hay que olvidar que el precepto fue diseñado principalmente para asegurar la transparencia de las operaciones que afectan al capital de las sociedades cotizadas, en las que el reconocimiento de una acción de concierto genera unas obligaciones particulares (notificación de participaciones significativas, formulación de OPA), y cuya inobservancia llevaría aparejada una serie de sanciones civiles (privación de derechos de voto), administrativas (multa de hasta 100.000.000 €) y penales (art. L. 233-7 *C.Com*).

En este sentido, no resultaría acertado admitir que cualquier acuerdo del consejo de administración sobre la revocación y el reemplazo de la dirección general pudiera ser suficiente para poder considerar que existe una acción de concierto, pues ello llevaría a conferir a los directivos de sociedades cotizadas un arma de disuasión que produciría el pernicioso efecto de alterar el principio de libre revocabilidad. Así, podría darse el hipotético supuesto de que un mero acuerdo para revocar a un administrador, por ejemplo en situación de

(8) MUÑOZ PÉREZ, A.F., señala que la Ley bajo la anterior redacción mencionaba «política común» y dicha expresión planteaba ciertas dificultades interpretativas, aunque sin embargo se englobaban en este ámbito los acuerdos que manifestaban la voluntad concorde de establecer consensuadamente las principales orientaciones de la sociedad. No era necesario que se iniciara la política común, sino que el acuerdo tuviera este fin y las partes hubieran planteado los elementos de la estrategia social en cuanto definida en los medios y en los objetivos. *El concierto…, cit.,* p. 90 y ss.

crisis, sería constitutivo de una política común. De la misma manera, un acuerdo para designar a un nuevo Director General podría equivaler automáticamente a un acuerdo sobre la política de la sociedad, cuando sabemos que ello necesariamente no es así. No es raro observar en la práctica supuestos en que los administradores de una sociedad cotizada son designados por los accionistas de control o de referencia para aplicar una cierta estrategia. Prueba de ello es que la prensa económica ha divulgado, a veces, ejemplos caricaturizados de administradores rindiendo cuenta mensualmente, o semanalmente, de su gestión a los accionistas dominantes.

En definitiva, no es posible considerar que de manera sistemática todo acuerdo entre los accionistas para la reorganización de los órganos de gestión o sobre la composición de la dirección general vaya a suponer la realización de una política común de gobierno en la sociedad en el sentido de existir una acción de concierto. Por este motivo, debemos entender que la *Cour de Cassation* ha limitado su decisión a un supuesto concreto, no extensible al resto de acuerdos sobre organización de los órganos de gestión. En todo caso, los jueces deberán conservar siempre un poder de apreciación para decidir si un acuerdo que tenga por objeto la recomposición de la dirección general es o no constitutivo de una acción de concierto, en atención a las particulares circunstancias del supuesto de hecho.

5. Distinción entre «Acción de concierto» y «control conjunto».

Aunque la *Cour de Cassation* se ha mostrado muy flexible en la caracterización de la acción de concierto, no lo ha sido tanto en relación a la existencia de un control conjunto en todos los supuestos, considerando que no existe una relación directa y mecánica entre la acción de concierto y el control conjunto de los actuantes en conciertos sobre la sociedad. Sobre esta distinción han versado, precisamente, la mayor parte de las diferencias conceptuales entre el Tribunal de 1.ª Instancia y la *Cour de Cassation*, pues mientras el primero consideró que la mera existencia de un acuerdo para llevar a cabo una gestión conjunta de la sociedad constituía elemento suficiente para determinar la existencia de un control conjunto, para la *Cour* era necesario, además, que las sociedades que actuasen en concierto determinasen de hecho las decisiones adoptadas en Junta General.

De esta forma, el Tribunal de 1.ª Instancia consideró que el nuevo inversor HFJG debía necesariamente actuar en concierto con SCPL para tomar el control de la sociedad de prensa «Liberación» y que la aplicación de la gestión conjunta desde el 29 de junio de 2006 le permitía ejercer un control de hecho sobre dicha sociedad, asimilable a la cesión del periódico. En otros términos, el Tribunal consideró que la cogestión derivada del concierto entre HFJG y SCPL constituyó un control conjunto en el sentido del artículo L. 233-3 III *Code du Commerce.*

Sin embargo, la *Cour de Cassation* censura este razonamiento del Tribunal de 1.ª Instancia, pues siguiendo la literalidad del artículo L. 233-3 III *Code du Commerce*, que enuncia que «dos o más personas que actúan en concierto se considera que controlan conjuntamente a otra tercera siempre que puedan determinar de hecho los acuerdos adoptados en su Junta General», considera que será necesario, además, que los actuantes en concierto tengan capacidad para determinar de hecho las decisiones que se adopten en Junta General. En consecuencia, la existencia de un concierto debe ser valorada respecto de su influencia en la Junta General de la sociedad, y no en el Consejo de administración; de suerte que es notorio el error de derecho cometido por el Tribunal de 1.ª Instancia —que

deduce el control conjunto de la cooptación de los nuevos administradores en el consejo de administración—[9].

En consecuencia la *Cour de Cassation* reconoce la presencia de una acción de concierto entre dos de los accionistas de la sociedad SAIP, pero —contrariamente a las instancias judiciales anteriores— desestima la demanda formulada por los cuatro trabajadores, considerando que no aportaban pruebas de la detentación por los actuantes en concierto de un control de hecho que pudiese apreciarse de los acuerdos adoptados en las Juntas generales. La *Cour* considera que en el supuesto de hecho valorado faltaba el elemento intencional o la dimensión espiritual de la caracterización de control conjunto, que los trabajadores en su demanda habían equiparado a la transmisión del periódico.

En definitiva, podemos afirmar que, si bien la sentencia objeto de comentario tiene el mérito de contribuir a la clarificación de las complejas relaciones entre acción de concierto y control conjunto, el alcance de esta delimitación conceptual se ha visto en gran medida aminorado por la imprecisión con que se nos presentan los contornos de la acción de concierto, lo que se conecta mal con la exigencia de seguridad jurídica que demanda la realidad del Derecho de Sociedades. No debe olvidarse que la imprecisión de dichos conceptos se acentúa sensiblemente, y como casi siempre ocurre, por el azar judicial.

María Rosa Tapia Sánchez
Universidad Rey Juan Carlos

2. IX SEMINARIO HARVARD-COMPLUTENSE DE DERECHO MERCANTIL

Durante los días 7, 8, 9 y 10 de noviembre de 2011 se celebró en la Harvard Law School (Cambridge, Massachusetts) la IX edición del Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil con el título *Transatlantic View on Corporate and Financial Issues*. La organización del Seminario corrió a cargo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, el Real Colegio Complutense en Harvard y el Institute for Global Law and Policy de la Harvard Law School. La dirección de esta novena edición fue asumida por el Profesor Juan Sánchez-Calero, con la coordinación de las Profesoras Isabel Fernández Torres y Mónica Fuentes Naharro. Para la organización de este Seminario se contó, una vez más, con el generoso patrocinio de *Allen & Overy, Banco de Santander, Garrigues Abogados y Asesores Tributarios, Colegio de Registradores de España* e *Ilustre Colegio Notarial de Madrid,* sin cuya colaboración este Seminario no podría celebrarse.

La finalidad de esta IX edición del Seminario ha sido el estudio de algunas de las cuestiones más relevantes en la regulación del sistema financiero y societario en el marco de la

(9) Resulta interesante resaltar que la solución aportada por la *Cour de Cassation* tampoco se vería modificada en el caso de que tenerse en cuenta el supuesto de control introducido en el art. 233-3 por la Ley núm. 2005-842, de 26 de julio de 2005, según el cual se considera que una sociedad controla a otra, «siempre que sea accionista de esta sociedad y disponga de poder para nombrar o revocar la mayoría de los miembros de sus órganos de administración, dirección o vigilancia de dicha sociedad». El mencionado texto se refiere a un caso de control exclusivo de una sociedad sobre otra, y no al caso de control ejercitado por varias sociedades que actúan en concierto.

crisis actual tanto desde la perspectiva europea, especialmente la española, como desde la norteamericana.

La gran calidad de todas las intervenciones y los debates a que éstas dieron lugar permitieron abordar un amplio abanico de cuestiones, afrontando algunos de los temas más controvertidos que se plantean de manera general en el derecho societario, en las instituciones financieras y en el marco de los procedimientos concursales.

La apertura del Seminario tuvo lugar en la mañana del 7 de noviembre por parte de D. **Íñigo Gómez Jordana** (*Allen & Overy*), quien agradeció su presencia a todos los asistentes para, a continuación, dar paso a la ponencia del Profesor **Reinier Kraakman** (Ezra Ripley Thayer Law Professor, Harvard Law School), con el título «The financial crisis in real estate in the US and the efficient capital market hypothesis». El Profesor Kraakman puso de manifiesto algunos de los principales problemas de la crisis financiera, destacando los que generan los costes de información desde la perspectiva de la teoría de la eficiencia de los mercados. Así, presentó algunas posibles soluciones encaminadas a la reducción de los costes de información y destacó de manera especial los problemas generados por la aplicación de la teoría de eficiencia de mercados a los CDS (Credit Default Swaps), considerado un mercado inmaduro en el que los costes de información son muy elevados.

A continuación, tuvo lugar la intervención de la Profesora **Carmen Alonso Ledesma** (Catedrática de Derecho Mercantil UCM), con el título «La reforma del sistema financiero (Reforming the financial system)», que se centró en el análisis de los principales problemas que ha provocado la crisis del sistema financiero y algunas de las soluciones que se están adoptando para frenar sus efectos. Especialmente, destacó como uno de los detonantes de la crisis la escasez regulatoria de los mercados dominados por la autorregulación, que se ha revelado como insuficiente. Igualmente, analizó algunos de los fallos de gobierno corporativo y gestión de riesgos como elementos fundamentales de la situación actual. Para finalizar, la profesora Alonso expuso algunas propuestas encaminadas a controlar futuras crisis del sistema financiero centradas en la adopción de medidas especiales que regulen adecuadamente las entidades de crédito y que se complementen con un eficiente sistema de supervisión.

Tras estas intervenciones, a las que siguió una pausa para almorzar, la sesión continuó con la ponencia de Dña. **María de los Ángeles Alcalá Díaz** (Directora General de los Registros y el Notariado) sobre «Los cambios en el modelo hipotecario en un sistema financiero en crisis (Main changes in the mortgage system because of the crisis of the financial system)». En su exposición afrontó los diferentes problemas que la regulación hipotecaria plantea, con especial atención a las deficiencias del sistema hipotecario que la crisis financiera ha puesto de manifiesto y presentando las principales reformas que, como consecuencia de ello, se están produciendo en nuestro ordenamiento.

Tras un interesante debate, la sesión del lunes siguió con la presentación de comunicaciones. La primera de ellas corrió a cargo de la Profesora **Carmen Galán López** (Universidad Complutense de Madrid) que, con el título «La necesidad de regulación de los CDS (The need to regulate Credit Default Swaps)», continuó con el análisis de los CDS como una de las cuestiones más problemáticas que se han presentado en la crisis financiera actual. A continuación, el Profesor **José Luis Colino Mediavilla** (Universidad Complutense de Madrid) en su comunicación «Algunas cuestiones sobre la "bancarización" de las Cajas de Ahorros (Some questions about the "bankarization" of savings Banks» trató el tema de

la progresiva bancarización de las Cajas hacia la que está derivando la reforma del sistema financiero. Para finalizar la sesión de lunes, la Profesora **María Sierra Flores Doña** (Universidad Complutense de Madrid) habló sobre el «Libro de reglas únicas sobre estándares técnicos (Single rule book on technical standards)».

La segunda sesión, el martes 8 de noviembre, comenzó con la ponencia de los Profesores **Juan Sánchez-Calero** y **Alberto Tapia Hermida** (Catedráticos de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid) sobre «Primacía de los accionistas e ineficiencia de la Junta (Shareholder Primacy and inefficiency of the general meeting)», en la que expusieron el problema del verdadero papel de la Junta en el seno de la sociedad poniendo de manifiesto que, en la práctica, ésta no parece ejercer el papel que el ordenamiento le atribuye. Además de destacar este problema, expusieron algunas de las posibles soluciones que se están adoptando encaminadas a la revitalización de la Junta.

Tras esta ponencia, el Profesor **Alfredo Muñoz García** (Universidad Complutense de Madrid) presentó su comunicación «Las agencias de calificación de crédito, calificaciones no solicitadas e información a disposición del público. Deberes frente a los emisores e inversores (The credit rating agencies, unsolicited ratings and publicly available information. Duties towards issuers and investors)» con exposición de las principales vicisitudes que suscitan este tipo de agencias crediticias y abordando algunas cuestiones de máxima actualidad, como la eventual creación de una agencia de calificación europea.

Seguidamente, el Profesor **Guhan Subramanian** (Joseph Flom Professor of Law & Business, Harvard Law School, y H. Douglas Weaver Professor of Business Law, Harvard Business School) presentó la ponencia «Deal process design in the U.S. and U.K.», donde abordó algunos de los problemas más relevantes en torno a la negociación de procesos en el ámbito de las operaciones de M&A. Especialmente, abordó la cuestión relativa al sistema de protección de acuerdos en fusiones y adquisiciones y a la existencia y funcionamiento de los pactos de exclusiva.

Tras estas intervenciones, **David Kennedy**, Profesor de la Harvard Law School y Director del Institute for Global Law and Policy, se dirigió a todos los asistentes, a los que agradeció la gran respuesta mostrada ante este Seminario y reiteró la disponibilidad de la Harvard Law School para continuar su colaboración con el Departamento de Derecho Mercantil de la UCM en la organización de Seminarios y demás actividades de difusión científica. A continuación, **Ignacio Signes de Mesa** (Tribunal de Justicia de la Unión Europea), con su comunicación «La prenda en garantía de varias obligaciones (The pledge as security for several obligations)», continuó con el estudio de las agencias de *rating* desde la perspectiva del derecho de la competencia.

La jornada prosiguió con la ponencia del Profesor **Luis Fernández del Pozo** (Registrador de la propiedad y mercantil de Barcelona, Catedrático de Derecho Mercantil, Universidad de Cataluña) con el título «En defensa de los consejeros en minoría (The case for minority directors)», donde abordó la posibilidad de reservar puestos a los representantes de la minoría en el seno del consejo de administración.

Para finalizar la sesión del martes, el Profesor **David Pérez Millán** (Universidad Complutense de Madrid) presentó su comunicación sobre «Pactos parasociales con terceros (Shareholder's agreements with tirad parties)», y el Profesor **Luis Cazorla Serrano** (Universidad Rey Juan Carlos) abordó la cuestión de los presidentes ejecutivos en sociedades

cotizadas en la comunicación «Presidente ejecutivo y gobierno corporativo de sociedades cotizadas en España: una aproximación al estado de la cuestión al hilo del reciente Libro Verde de la UE sobre gobierno corporativo (Executive Chair and corporate governance of public companies in Spain: an approach to the state of the art following the recent UE Green Paper on corporate Governance)».

La tercera jornada del Seminario, el 9 de noviembre, comenzó con una serie de comunicaciones. La Profesora **Olga Fradejas Rueda** (Universidad Complutense de Madrid) habló sobre «Paralización de órganos sociales: supuestos de hecho y consecuencias (Paralysis of the corporate bodies: factual and consecuentes). A continuación, **Elisa Pilar Lucas Martín** (Universidad Complutense de Madrid) presentó la comunicación «Votación consultiva del informe de retribución de los consejeros por la junta general de accionistas (Advisory vote of the report of directors' remuneration by the general meeting)». **Blanca Villanueva García-Pomareda** (Universidad Complutense de Madrid) cerró esta ronda de comunicaciones con la exposición de «Una propuesta alternativa a la automática subordinación de los créditos de los titulares de participaciones significativas en el concurso (Alternative to the automatic subordination of credits of significant shareholders in bankruptcy proceedings)».

A continuación, la ponencia «Sacrificing Corporate Profits in the Public interest» del Profesor **Einier R. Elhauge** (Carroll and Milton Petrie Professor of Law, Harvard Law School) abordó algunas cuestiones relativas a las obligaciones de los administradores cuando se trata de perseguir la maximización de beneficios para la sociedad y, en este sentido, la posibilidad de que su actuación no sea únicamente esa maximización de valor para el accionista buscando otros objetivos de interés público.

La jornada continuó con la comunicación sobre «Responsabilidad de administradores de sociedades en crisis en EEUU (Director's liability in a crisis context in American law)» por parte de **Eva Recamán Graña** (Universidad Complutense de Madrid). A continuación, el Profesor **Javier Martínez Rosado** (Universidad Complutense de Madrid) presentó la comunicación «El concurso de las entidades financieras: ¿mito o realidad? (Bankruptcy of big financial companies: myth or reality?)».

Tras una pausa para almorzar, se retomó la jornada con la ponencia de la Profesora **Juana Pulgar Ezquerra** (Catedrática de Derecho Mercantil UCM) que, con el título «Financiación de empresas en crisis (Financing corporations in crisis)» abordó cuestiones como la introducción del llamado «fresh money» y su papel en el desarrollo del concurso.

Seguidamente se abrió otro turno de comunicaciones interviniendo el Profesor **Fernando Marín de la Bárcena** (Universidad Complutense de Madrid) con la comunicación «Escisión parcial de sociedades y acciones rescisorias (Corporate spin-off and fraudulent conveyance)». Finalmente, D. **Santiago Senent** (Magistrado-Juez de lo Mercantil) presentó la comunicación «Discharge y sobreendedudamiento de particulares en el ámbito del derecho norteamericano y español (Discharge and consumer over-indebtedness in American and Spanish law)», con la que se dio por terminada la sesión del miércoles.

La última jornada del Seminario, el jueves 10 de noviembre, comenzó con la ponencia de D. **José Manuel García Collantes** (Notario de Madrid) bajo el título «Consideraciones dispersas acerca de los órganos sociales a la luz de las recientes reformas societarias (Scattered considerations about corporate bodies in the light of recent corporate law reforms)».

A continuación, el Profesor **John C. Coates** (John F. Cogan, Jr. Professor of Law and Economics, Harvard Law School) en su ponencia «Del Monte: The interaction of conflicts of interests among bankers and boards» hizo una presentación de uno de los casos más relevantes en el tema de los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades en el contexto de operaciones societarias. Concretamente, a través de su exposición el profesor Coates abordó cuestiones tan relevantes como la financiación de operaciones de M&A, las obligaciones de los bancos de inversión en este tipo de operaciones y las conductas debidas por los distintos implicados en estos procesos.

La última sesión de comunicaciones del Seminario comenzó con la presentación por parte de **Cristina Guerrero Trevijano** (Universidad Complutense de Madrid) de la comunicación «El gobierno de las Cajas de Ahorro: el papel de la Comisión de Control (The gobernante of saving Banks: the role of the supervisory board)». A continuación, **Luz María García Martínez** (Universidad Complutense de Madrid) presentó la comunicación «La armonización de la gestión de los fondos de inversión alternativa: la Directiva 2011/61/CE (The harmonization of alternative investment funds management: Directive 2011/61/EU)». Finalmente, el Profesor **Nemesio Vara de Paz** (Universidad Complutense de Madrid) concluyó la sesión con la comunicación «Ventas con obsequio o prima (Gifts or premiums on sales)».

El Seminario fue clausurado por el Profesor **Ángel Sáenz Badillos (Director del Real Colegio Complutense en Harvard)** y la Profesora **Carmen Alonso Ledesma**, quienes agradecieron a todos los asistentes su participación en esta IX edición del Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil. Del mismo modo, destacaron la enorme calidad de todas las ponencias y comunicaciones presentadas, incidiendo en la importancia de los interesantes debates y cuestiones planteadas al hilo de las diferentes intervenciones, tomando los asistentes parte activa en el Seminario, aportando soluciones y ofreciendo perspectivas diferentes a los problemas planteados. Todo ello ha dotado una vez más a este Seminario de una gran distinción que, sin lugar a dudas, se verá reflejada en las publicaciones que tendrán lugar como resultado del mismo.

Cristina Guerrero Trevijano
Universidad Complutense de Madrid

3. Reforma de la supervisión de conglomerados financieros en la Unión Europea: la Directiva 2011/89/UE

1. Antecedentes y contexto: la necesidad de adaptar la supervisión de los conglomerados financieros al nuevo escenario de la crisis financiera global

Una de las causas de la crisis financiera global que han identificado todos los Informes internacionales ha sido la supervisión inadecuada, por defecto, de los conglomerados financieros o grupos transectoriales que integran en su seno entidades pertenecientes a los sectores bancarios, de seguros o reaseguros y del mercado de valores. Estos conglomerados financieros —particularmente cuando tienen carácter transfronterizo— han sido los típicos

«gigantes financieros» que son demasiado grandes para su gestión, demasiado grandes para quebrar y demasiado grandes para ser salvados (ver nuestra noticia «El Informe Laroisière de febrero de 2009 sobre la crisis financiera», en *RDBB*, núm. 114, 2009, p. 282 y ss.).

En el Derecho comunitario anterior a la crisis financiera global, la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero estaba regulada por la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002 (ver nuestra noticia «La supervisión de los conglomerados financieros en la Unión Europea: La Directiva 2002/87/CE», en *RDBB*, núm. 90, 2003, p. 300 y ss.), incorporada a nuestro Ordenamiento por la Ley 5/2005, de Supervisión de los Conglomerados Financieros (ver nuestras noticias «Ley 5/2005 de Supervisión de los Conglomerados Financieros», en *RDBB*, núm. 99, 2005, p. 267 y ss., y «Supervisión de conglomerados financieros y otras reformas reglamentarias: el Real Decreto 1332/2005», en *RDBB*, núm. 101, 2006, p. 261 y ss.).

2. Alcance de la Directiva 2011/89/UE: la necesidad de adaptar la supervisión de los conglomerados financieros al nuevo contexto regulatorio europeo

Dado que la supervisión del sistema financiero europeo ha sido modificada en su conjunto para responder a las nuevas necesidades derivadas de la crisis financiera global mediante la implantación del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ver nuestro estudio «El Sistema Europeo de Supervisión Financiera», en *RDBB* núm. 121, p. 9 y ss.), era necesario adecuar la supervisión de los conglomerados financieros al nuevo contexto regulatorio. Y ello se realiza mediante la Directiva 2011/89/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, por la que se modifican las Directivas 98/78/CE, 2002/87/CE, 2006/48/CE y 2009/138/CE en lo relativo a la supervisión adicional de las entidades financieras que formen parte de un conglomerado financiero (DOUE 8-12-2011, L 326/113 y ss.). Por lo tanto, los preceptos de esta Directiva 2011/89/UE modifican los artículos de las distintas Directivas sectoriales para proyectar la intervención, en particular, de las respectivas Autoridades Europeas de Supervisión, cuyo Comité Mixto tiene como una de sus funciones principales, precisamente, la coordinación de dichas Autoridades para supervisar los conglomerados financieros, a los que dedica un subcomité.

3. Contenido de la Directiva 2011/89/UE

En general, esta Directiva 2011/89/UE, en su art. 2, modifica numerosos preceptos de la Directiva 2002/87/CE, vigente sobre supervisión de conglomerados financieros, para dar entrada a los nuevos personajes de la regulación comunitaria, tales como las Autoridades Europeas de Supervisión, y a los nuevos procesos de cooperación entre las autoridades competentes comunitarias y extracomunitarias, así como las pruebas de resistencia de los conglomerados financieros.

En particular, la Directiva 2011/89/UE reforma diversos preceptos de las Directivas que regulan la ordenación y supervisión de los tres sectores típicos del mercado financiero. A saber:

a) En el sector bancario, el art. 3 de la Directiva 2011/89/UE modifica diversos preceptos de la Directiva 2006/48/CE, relativa al acceso y al ejercicio de la actividad de las entidades de crédito.

b) En el sector del mercado de instrumentos financieros, procede destacar que algunas de las modificaciones de la Directiva 2002/87/CE afectan específicamente a este sector, por ejemplo las que se refieren a los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (sobre estos últimos, ver nuestra noticia «La Directiva 2011/61/UE sobre los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos», en *RDBB*, núm. 123, 2011, p. 307 y ss.).

c) En el sector asegurador, el art. 1 de la Directiva 2011/89/UE modifica diversos preceptos de la Directiva 98/78/CE, sobre supervisión adicional de empresas de seguros y reaseguros que formen parte de un grupo de seguros y reaseguros. Y su art. 4 modifica diversos preceptos de la Directiva 2009/138/CE, sobre el acceso y el ejercicio de la actividad de seguro y reaseguro (Solvencia II).

4. Conclusión

La necesaria reacción legislativa de la Unión Europea frente a la crisis financiera global iniciada en el verano del año 2007 que se ha instalado como una enfermedad crónica del mercado financiero global y particularmente europeo ha obligado a implantar —desde el 1 de enero de 2011— el Sistema Europeo de Supervisión Financiera, lo cual ha conducido, a su vez, a un proceso en cadena de modificación de las Directivas sobre regulación de los tres sectores del mercado financiero y sus respectivos intermediarios. Siendo esta reacción necesaria, es lo cierto que nos encontramos con Directivas que modifican Directivas anteriores que a su vez fueron modificadas por Directivas precedentes, sin que existan textos consolidados que mitiguen la inseguridad jurídica de los operadores en aquellos mercados. Con ello, el Derecho comunitario de los mercados financieros avanza con paso decidido a cumplir la teoría del caos jurídico en contra, precisamente, de todas las iniciativas comunitarias sobre simplificación de este Ordenamiento.

Alberto Javier Tapia Hermida

4. Circular de la CNMV sobre informes de IIC

A través de la Directiva Europea 2009/65/EC (Directiva UCITS IV) y su normativa de desarrollo, se ha venido a establecer, en aras de garantizar la protección del inversor a través de medidas de información, que los Estados miembros tenían que exigir a las sociedades de inversión, para cada uno de los fondos comunes que administrasen, así como a las sociedades de gestión, la elaboración de un documento sucinto que contuviese los datos fundamentales para el inversor.

Dicho documento, denominado como «Key Investor Information», y traducido a la normativa española como datos fundamentales para el inversor, es el nuevo documento armonizado a nivel europeo que busca ofrecer al inversor la información esencial para la toma de decisiones de inversión en un formato corto, conciso y claro. Estos datos fundamentales para el inversor, que serán considerados como información precontractual y en torno a los que se podrá incurrir en responsabilidad civil cuando resulten engañosos, inexactos o inco-

herentes frente a las correspondientes partes del folleto, vienen a proporcionar información sobre los elementos esenciales de la Institución de Inversión Colectiva de que se trate. En particular, en lo relativo a su identificación, descripción sucinta de sus objetivos y política de inversión, rendimientos históricos o, si procede, escenarios de rentabilidad, los costes y gastos asociados, y el perfil riesgo/remuneración de la inversión, con orientaciones y advertencias apropiadas en relación con los riesgos asociados a las inversiones.

En aras de procurar la adaptación a nuestro ordenamiento jurídico, en primer término, la Disposición final segunda de la Ley 25/2011, de 1 de agosto, vino a añadir una nueva Disposición adicional cuarta a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, para que tales datos fundamentales para el inversor fueran exigibles para las Instituciones de Inversión Colectiva financieras (salvo para las de inversión libre) desde el 1 de julio de 2011 en sustitución del folleto simplificado, y con posterioridad la Ley 31/2011, de 4 de octubre, ha procedido a introducir en el articulado de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, al nuevo documento informativo.

Pero ahora bien, con motivo de la sustitución del folleto simplificado por los datos fundamentales para el inversor, se ha hecho necesario adaptar la información que figura en la información pública periódica para que se encuentre en línea con lo previsto por el citado nuevo documento informativo.

Así pues, y al amparo de las habilitaciones directas conferidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el art. 21 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, y previo informe del Comité Consultivo, se ha venido a aprobar la Circular 4/2011, de 16 de noviembre, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva y del estado de posición (v. BOE de 16 de diciembre de 2011).

En efecto, mediante la citada Circular, que tiene establecida su entrada en vigor el 31 de diciembre de 2011, se procede a modificar así la Circular 4/2008, de 11 de septiembre.

En primer término, esta circunstancia acontece para que el ratio de gastos (conocido hasta ahora como TER o Total Expense Ratio) y la comisión de gestión sobre resultados del ejercicio precedente, así como el gráfico de la rentabilidad histórica que se remite en la información pública y periódica del segundo semestre, resulten incorporados al nuevo documento denominado como datos fundamentales para el inversor con carácter anual y al objeto de actualizar la información que él mismo contiene.

Y en segundo lugar, para incluir la obligación de que las gestoras informen de la existencia de costes derivados del servicio de análisis, de las circunstancias y de otra información relevante, que hayan motivado, en su caso, la creación de una IIC o compartimento de propósito especial, así como en el caso de disolución y liquidación de los FII, de los aspectos más relevantes de este proceso. Asimismo, también se establece que las IIC de forma societaria informen de la existencia de costes derivados del servicio de análisis.

Adicionalmente, y habida cuenta de que la Circular 6/2010, sobre instrumentos derivados, establece que las Instituciones de Inversión Colectiva informen en la información pública periódica del método elegido para la medición de la exposición total al riesgo de mercado (compromiso, VaR absoluto o VaR relativo), así como de los niveles de VaR máximo, mínimo y medio y del apalancamiento existente al final del período de referencia de las Instituciones de Inversión Colectiva que decidan calcular su exposición global al riesgo

mediante los métodos VaR, la Circular 4/2011, de 16 de noviembre procede a adaptar aquella Circular para incluir dichas obligaciones de información.

Por último, la disposición adicional de la Circular 4/2011, de 16 de noviembre, modifica los arts. 16.4 y 18.4 de la Circular 6/2010 en relación a la ubicación de determinada información dentro de los informes periódicos en aquellas Instituciones de Inversión Colectiva que apliquen el método VaR para medir la exposición total al riesgo de mercado.

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

5. Orientación de la CNMV sobre los Informes Anuales de Gobierno Corporativo y los Informes de Remuneraciones de Consejeros

Una de las claves para la eficiencia de un sistema de gobierno corporativo de las entidades que participan en el Mercado de Valores es que dicho sistema resulte transparente, particularmente en lo que se refiere a las retribuciones de los administradores de dichas entidades. Es por ello por lo que la Disposición Final Quinta de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, modificó la Ley del Mercado de Valores, añadiendo en su apartado 3 un nuevo Capítulo VI, sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo, al Título IV, que trata de los mercados secundarios oficiales de valores. En concreto, este nuevo Capítulo VI está integrado por el art. 61 bis, sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo, y el art. 61 ter, que trata del Informe Anual sobre Remuneraciones de los Consejeros. Junto a estas normas legales sobre los Informes Anuales de Gobierno Corporativo que afectan a las sociedades cotizadas, hay que tener presente que las cajas de ahorros también deben publicar dichos Informes conforme al nuevo Título que incorporó a la Ley 31/1985 (LORCA) el Real Decreto-ley 11/2010 y que las restantes entidades emisoras de valores negociados en mercados regulados también deben publicar el primer Informe conforme a la Disposición Adicional Tercera de la Ley 26/2003.

La complejidad del anterior panorama legal, unida a la presencia en los preceptos legales de conceptos jurídica y económicamente indeterminados, recomienda que las autoridades de supervisión orienten a las entidades obligadas sobre cómo cumplir sus deberes. Y eso es lo que ha hecho la CNMV —en ejercicio de las funciones que le encomienda el art. 14 de la LMV, desarrolladas por el Reglamento de régimen interior de la propia CNMV, aprobado por Resolución de su Consejo de 10 de julio de 2003 y modificado por las posteriores Resoluciones de 14 de diciembre de 2004, 16 de mayo de 2007, 5 de noviembre de 2008, 21 de enero de 2009 y 7 de julio de 2010— con tres modelos de cartas que su Director General de Mercados dirigió el 28 de diciembre de 2011 a aquellas entidades del mercado en relación tanto con el Informe Anual de Gobierno Corporativo como con el Informe de Remuneraciones de los Consejeros, referidos a 2011.

En primer lugar, está el «Modelo de carta para las sociedades anónimas cotizadas (acciones)» sobre «Informe Anual de Gobierno Corporativo e Informe de Remuneraciones de los Consejeros», donde se les recuerda los contenidos de información establecidos en los nuevos art. 61 bis y 61 ter de la LMV en la redacción modificada según la Ley 2/2011 de

Economía Sostenible y se les informa sobre los aspectos técnicos para generar y firmar un fichero comprimido en formato zip.

En segundo lugar, está el «Modelo de carta para las Cajas de Ahorros» sobre «Informe Anual de Gobierno Corporativo e Informe de Remuneraciones de los Consejeros», donde se les recuerda los contenidos y estructura establecidos en la Circular 2/2005 de la CNMV, en relación con la modificación del art. 31 bis de la LORCA dedicado al Gobierno Corporativo, según la redacción dada por el Real Decreto-ley 11/2010 y se les informa sobre los aspectos técnicos para generar y firmar un fichero comprimido en formato zip.

Por último, está el «Modelo de carta para otras Entidades, distintas a las Cajas de Ahorros, Emisoras de Valores Negociados en Mercados Regulados» sobre «Informe Anual de Gobierno Corporativo referido a 2011», donde se les recuerda que dicho Informe les es exigible conforme a la Disposición Adicional Tercera de la Ley 26/2003 y se les informa sobre los aspectos técnicos para generar y firmar un fichero comprimido en formato zip.

Javier Fernández Alén

6. El saneamiento del sector financiero por el Real Decreto-Ley 2/2012

1. Antecedentes y contexto

El Real Decreto-Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero (BOE núm. 30, de 4 de febrero de 2012, corrección de errores en BOE núm. 39, de 15 de febrero de 2012) —convalidado por Resolución de las Cortes Generales de 16 de febrero de 2012 (BOE núm. 44, de 21 de febrero de 2012)— es el último episodio de la profunda reforma que ha experimentado la regulación de nuestro sistema financiero a raíz de la crisis económica global iniciada en el verano del año 2007 y agravada en el invierno del año 2008. Esta reforma se ha desarrollado a través de los siguientes hitos fundamentales, que muestran cómo nuestro legislador ha ido intensificando las medidas de forma gradual según ha ido comprobando que las adoptadas no han sido suficientes para sanear nuestro sistema financiero y, en particular, el mercado bancario:

a) En 2008 se buscó, por una parte, mejorar la financiación de las entidades de crédito residentes en España y su liquidez mediante el otorgamiento del aval del Estado a las operaciones de financiación nuevas y la autorización al MEH para adquirir títulos emitidos por aquellas entidades que necesitaran reforzar sus recursos propios y así lo solicitaran (Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada con los Países de la Zona Euro, BOE núm. 248, de 14-10-2008). Por otro lado, se buscó potenciar la concesión de nuevos créditos por parte de aquellas entidades a empresas y particulares mediante la creación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF) que invertiría en instrumentos financieros emitidos por entidades de crédito y Fondos de Titulización, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras (Real Decreto-ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, BOE núm. 248, de 14-10-2008).

b) En 2009, ante el agravamiento de los efectos persistentes de la crisis financiera internacional sobre nuestro mercado bancario, se buscó reforzar los recursos propios de las entidades de crédito y propiciar una reestructuración ordenada del sistema bancario español creando a tal efecto el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) (Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, de Reestructuración Bancaria y Reforzamiento de los Recursos Propios de las Entidades de Crédito, BOE núm. 155, de 27-06-2009).

c) En 2010, el esfuerzo se concentró en el sector de las cajas de ahorros para reforzar su solvencia mediante la potenciación de la posible emisión de cuotas participativas dotadas de derechos políticos, la reforma de su organización y la ampliación de sus posibles formas de desarrollar la actividad bancaria, bien fuera de forma directa o mediante la creación de bancos (Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de Órganos de Gobierno y otros Aspectos del Régimen Jurídico de las Cajas de Ahorro, BOE núm. 169, de 13-07-2010).

d) En 2011, se estableció un nuevo ratio de solvencia —del 8% o del 10%, dependiendo de la situación de las entidades de crédito— del capital principal respecto de los riesgos, delimitándose dicho capital principal en línea con lo establecido en Basilea III para 2011, ampliándose las posibilidades de actuación del FROB ante situaciones de entidades de crédito que, sin estar en situaciones de debilidad de solvencia, necesiten reforzar sus recursos propios y así lo soliciten (Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el Reforzamiento del Sistema Financiero, BOE núm. 43, de 19-02-2011, Corrección de errores en BOE núm. 49, de 26-02-2011).

e) En 2012, viendo que las medidas adoptadas no han sido suficientes para sanear nuestro sistema financiero con vistas a competir en la UE y que la Autoridad Bancaria Europea exigía que las entidades de crédito garantizaran su solvencia sin dejar lugar a dudas, el esfuerzo se ha concentrado en tres aspectos críticos para lograr tal resultado: el saneamiento de sus balances para evitar que siguieran lastrados por unas valoraciones de sus activos inmobiliarios que no se correspondían con el mercado y que, por lo tanto, dieran una falsa apariencia de solvencia; la integración de las entidades para facilitar la asunción de las consecuencias del anterior proceso de saneamiento; y las remuneraciones de sus administradores y directivos, para intentar paliar los espectáculos obscenos de entidades saneadas con dinero público que retribuían a sus gestores y directivos como si nada de ello hubiera ocurrido o, lo que es peor, los retiraban con indemnizaciones desmesuradas.

Este RD-L 2/2012 —que entró en vigor el mismo día de su publicación en el BOE (4 de febrero de 2012) y que se ha dictado al amparo de las competencias del Estado sobre legislación mercantil, bases de ordenación del crédito, banca y seguros y bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica (DF 5.ª)— incide sobre algunos de los aspectos esenciales de la estructura de nuestro sector bancario y opera, bien mediante disposiciones *ex novo* o bien mediante modificaciones de normas precedentes, en particular los RD-L 9/2009 y 11/2010.

2. El saneamiento de los balances de las entidades de crédito para valorar de forma realista y dar cobertura a los riesgos vinculados a los activos inmobiliarios

Es manifiesto que el efecto combinado de la crisis financiera y de la crisis del mercado inmobiliario ha incidido en un deterioro muy notable de la solvencia de nuestras entidades de crédito y, en particular, de las cajas de ahorros porque sus balances no han reflejado

como debieran la depreciación de los activos inmobiliarios que sirven de garantía para el cumplimiento por los prestatarios de las obligaciones que tienen asumidas frente a aquellas entidades. Por lo tanto, el primer paso para sanear el sector financiero es ofrecer una imagen real de la solvencia de las entidades de crédito y, para ello, el art. 1 del RD-L 2/2012 establece dos tipos de medidas:

a) Medidas que afectan a la contabilidad de las entidades de crédito que obligarán a estas entidades a realizar dos tipos de actuaciones respecto de los activos inmobiliarios (entendiendo por tales las «financiaciones y activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias»): cuando se trate de activos dudosos, deberán reclasificarlos conforme a las reglas de estimación contenidas en el Anexo I. Cuando se trate de activos con riesgo normal, constituirán una cobertura del 7% de su saldo vivo cuyo importe únicamente podrá utilizarse para la constitución de coberturas específicas derivadas de una reclasificación posterior como activos dudosos o subestándar.

b) Medidas que afectan a la solvencia de las entidades de crédito que obligarán, tanto a las entidades de crédito individuales como a los grupos consolidables de éstas, a dotar un exceso adicional de capital principal calculado sobre la base de los activos inmobiliarios dudosos conforme al Anexo II.

Existen dos aspectos comunes a las obligaciones señaladas: primero, el calendario de cumplimiento que pasa por dos fechas, el 31 de marzo de 2012 para presentar para su aprobación por el Banco de España el plan de implementación de dichas medidas, y el 31 de diciembre de 2012 para el cumplimiento de las mismas. Segundo, la eficacia de dichos mandatos, que parte de su consideración como normas de ordenación y disciplina de las entidades de crédito a los efectos de la Ley 26/1988 y la consiguiente tipificación de su incumplimiento como infracciones graves o muy graves conforme a los arts. 5.h) y 4.c) de aquella Ley.

Los dos tipos de medidas señaladas tienen directa relación con el régimen contable de las entidades de crédito, establecido en la Circular 4/2004, del Banco de España, recientemente modificada por la Circular 5/2011 y con el régimen de solvencia de tales entidades, contenido en la Circular 4/2011, recientemente modificada por la Circular 4/2011 (ver nuestra noticia sobre «Desarrollos reglamentarios de la normativa sobre solvencia de las entidades financieras: la Circular 4/2011, del Banco de España, y la Circular 5/2011, de la CNMV», en la *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* núm. 16, 2012, p. 323 y ss.).

3. Los procesos de integración de entidades de crédito que faciliten su saneamiento

El cumplimiento de las obligaciones de sanear sus balances en la parte afectada por los activos inmobiliarios exigirá un notable esfuerzo por parte de algunas entidades de crédito (el Banco de España ha publicado, el mismo 4 de febrero de 2012, el documento «New measures for the Spanish Banking System» y los bancos más importantes se han apresurado en publicar, el 7 de febrero de 2012, sendos hechos relevantes —que se pueden consultar en la web de la CNMV— cuantificando el impacto de las nuevas obligaciones en sus balances). Para facilitarlo, el art. 2 del RD-L 2/2012 regula los procesos de integración que pueden realizar aquellas entidades durante el ejercicio 2012 y que les permitirán

disponer de una moratoria de 12 meses desde la autorización administrativa para cumplir aquellas obligaciones.

Téngase en cuenta que la solicitud de autorización deberá presentarse antes del 31 de mayo de 2012 y ser autorizada por el Ministro de Economía y Competitividad en el plazo de un mes desde el plazo de la solicitud. En todo caso, las juntas de accionistas o asambleas generales de las entidades que se integran deberán acordar la integración antes del 30 de septiembre de 2012, y dicha integración deberá concluirse no más tarde del 1 de enero de 2013.

Estos procesos de integración pueden adoptar tres estructuras jurídicas: Primero, operaciones que supongan modificaciones estructurales conforme a la normativa vigente, referencia esta que debe entenderse realizada a las operaciones de fusión, escisión y cesión global o parcial de activos y pasivos generalmente previstas en la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, que extendió su ámbito a todo tipo de entidades de crédito mediante su Disposición Adicional Tercera introducida por la Ley 27/2009, de 30 de diciembre. Segundo, operaciones de adquisición de entidades de crédito participadas mayoritariamente por el FROB, conforme a su normativa contenida en el RD-L 9/2009. Tercero, en el caso de procesos en los que únicamente participen cooperativas de crédito, se admiten las operaciones de integración que descansen exclusivamente sobre vínculos contractuales. En todo caso, no podrán beneficiarse de este régimen los procesos de integración en los que únicamente participen entidades de crédito pertenecientes a un mismo grupo.

Una vez definidas las estructuras que son admisibles para la instrumentación jurídica de los procesos de integración de entidades de crédito que pueden beneficiarse de la moratoria de saneamiento, se detallan los requisitos que deben cumplir y que afectan a dos aspectos:

a) Requisitos financieros que empiezan por exigir la viabilidad de la integración desde la perspectiva económico-financiera y un impacto cuantitativo suficiente a tales procesos que deben generar un balance total inicial superior en al menos un 20% al balance total de los negocios en España de la mayor de las entidades de crédito participantes; requisito que puede ser exceptuado motivadamente a propuesta del Banco de España. Además, estos procesos de integración deben incluir como objetivo cuantificado el incremento de crédito a las familias y PYMES y la desinversión de activos relacionados con riesgos inmobiliarios, durante los tres ejercicios siguientes a la integración.

b) Requisitos corporativos que exigen que las entidades participantes adopten medidas tendentes a la mejora de su gobierno corporativo, adaptándose al Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas y presentando un plan de remuneración de directivos y administradores.

4. La actuación del FROB en los procesos de saneamiento e integración de entidades de crédito

La nueva normativa implantada por el RD-L 2/2012 sobre saneamiento e integración de entidades de crédito obligaba a adaptar la intervención del FROB en dichos procesos, adaptación que hace el Título II (art. 3) de dicho RD-L 2/2012 modificando parcialmente, una vez más, el RD-L 9/2009, que ya había sido modificado por el RD-L 6/2010 y por el

RD-L 2/2011. A la vista de esta normativa extremadamente compleja, podemos distinguir tres tipos de actuaciones del FROB en función de la situación que tengan las entidades de crédito o sus grupos o subgrupos consolidables a las que preste ayuda:

a) Entidades que presenten debilidades en su situación económico-financiera. La ayuda del FROB a sus procesos de reestructuración debe acomodarse a lo dispuesto en los arts. 6 y 7 del RD-L 9/2009.

b) Entidades que, sin presentar debilidades en su situación económico-financiera, necesiten reforzar sus recursos propios y así lo soliciten. La ayuda del FROB a sus planes de recapitalización debe acomodarse a lo dispuesto en el art. 9 del RD-L 9/2009, en la redacción dada por el art. 3.3 del RD-L 2/2012. La suscripción por el FROB de las acciones —que exigirá la supresión o renuncia del derecho de suscripción preferente de los accionistas existentes— podrá realizarse a cambio de aportaciones en efectivo, en valores representativos de deuda pública o emitidos por el propio FROB o mediante compensación de los créditos que el FROB ostente frente a las entidades solicitantes. El precio de suscripción de las acciones por el FROB se establecerá tomando como referencia el precio pagado como valor de mercado en colocaciones previas entre terceros inversores, con distintos valores de corrección. Aquella suscripción comportará la incorporación del FROB al órgano de administración de la entidad emisora para garantizar el cumplimiento adecuado del plan de recapitalización. Por último, como la presencia del FROB en el accionariado de las entidades tiene carácter temporal, se establece la desinversión de los valores suscritos mediante su enajenación a través de procesos competitivos en un plazo no mayor de 3 años desde la suscripción.

c) Entidades que, sin presentar debilidades en su situación económico-financiera, vayan a acometer un proceso de integración y necesiten reforzar sus recursos propios y así lo soliciten. La ayuda del FROB a sus planes de integración —que deberán ser aprobados por el Banco de España y contener compromisos específicos de mejora de su eficiencia, racionalización de su administración y gerencia y redimensionamiento de su capacidad productiva— debe acomodarse a lo dispuesto en el art. 10 del RD-L 9/2009, en la redacción dada por el art. 3.4 del RD-L 2/2012. Dicha ayuda puede consistir en la adquisición por el FROB de instrumentos convertibles en acciones o aportaciones al capital social de las entidades. Dicha adquisición —que exigirá la supresión o renuncia del derecho de suscripción preferente de los accionistas o cuotapartícipes existentes— requerirá el compromiso de las entidades emisoras de recompra al FROB o amortización de aquellos instrumentos tan pronto como puedan en los términos previstos en el plan de integración. Si ello no fuera posible en un plazo de 5 años desde su desembolso, el FROB podrá solicitar su conversión en acciones o aportaciones sociales del emisor. El FROB también podrá proceder a la desinversión de los títulos mediante recompra de los mismos por la entidad emisora o enajenación a terceros a través de procesos competitivos.

5. El ejercicio indirecto de la actividad financiera de las cajas de ahorros

La modificación más importante de la arquitectura de nuestro mercado bancario ha sido la denominada «bancarización» de las cajas de ahorros mediante el ejercicio indirecto

de su actividad financiera a través de entidades bancarias. Este proceso se estableció en los artículos 5 y 6 del RD-L 11/2010, fue expresamente respetado por el RD-L 2/2011, se modificó parcialmente por la Disposición Adicional 16.ª del RD-L 20/2011 y ha sido ahora modificado por el Título III (art. 4) del RD-L 2/2012.

La idea central de esta última modificación es la simplificación de las condiciones de ejercicio de su actividad bancaria por las cajas de ahorros que hayan aportado a una entidad bancaria todo su negocio financiero y todo o parte de sus activos no financieros adscritos al mismo. En particular, dicha simplificación afecta a tres aspectos: Primero, su gobierno corporativo, ya que permanecen como órganos de gobierno necesarios la Asamblea General y el Consejo de Administración (en los que se modifica la representación de los intereses colectivos de impositores, corporaciones municipales no fundadoras y trabajadores), siendo potestativa la existencia de la Comisión de Control. Segundo, sus mecanismos de protección de la clientela por cuanto se les exime del deber de establecer los órganos de defensa del cliente de los servicios financieros previstos en la Sección 1.ª del Capítulo V de la Ley 44/2002. Tercero, sus requerimientos prudenciales y organizativos en materia de control interno, auditoría y gestión de riesgos recogidos en la Ley 13/1985.

El otro extremo esencial de esta modificación consiste en imponer el deber de renunciar a su autorización como entidades de crédito y proceder a su transformación en una fundación especial en los términos del art. 6 del RD-L 11/2010 a aquellas cajas que dejasen de ostentar el control —en los términos del art. 42 del Código de Comercio— de la entidad bancaria mediante la que ejerzan indirectamente su actividad financiera o redujesen su participación por debajo del 25% de los derechos de voto. Adviértase que esta previsión se aplicará también a las cajas de ahorros que, de forma concertada, ejerzan en exclusiva su objeto social como entidades de crédito a través de una entidad de crédito controlada conjuntamente por todas ellas conforme al art. 8.3 de la Ley 13/1985.

8. Limitación de las remuneraciones de administradores y directivos de las entidades de crédito que reciban apoyo financiero público

En los últimos tiempos, algunas de las entidades que han sido rescatadas con las ayudas públicas del FROB establecieron remuneraciones de sus administradores y directivos o indemnizaciones por terminación de sus contratos en cuantías que podríamos calificar de obscenas por premiar desmesuradamente la incompetencia, causando la lógica alarma o indignación social.

Por ello, el Título IV (art. 5 del RD-L 2/2012) establece un sistema de límites para las remuneraciones de los administradores y directivos de las entidades que reciban apoyo financiero público. Límites que operan de forma diferenciada según se trate de entidades de crédito participadas mayoritariamente por el FROB o entidades en las que, recibiendo apoyo financiero público, el FROB no tenga participación mayoritaria. A su vez, en cada uno de estos dos tipos de entidades, las limitaciones operan de forma diferenciada según se trate de los miembros de los órganos colegiados o sus presidentes ejecutivos, consejeros delegados y directivos de las mismas.

La corrección de los excesos en este ámbito se completa con las previsiones de la Disposición Adicional 7.ª del Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral, que limita las indemnizaciones máximas por termina-

ción del contrato que podrán satisfacer las entidades de crédito participadas mayoritariamente o apoyadas financieramente por el FROB y prevé la posible extinción o suspensión del contrato de trabajo o de cualquier otra naturaleza que vincule a las entidades de crédito con los administradores y directivos de que hayan sido sancionados administrativamente.

7. Otras disposiciones del RD-L 2/2012

Junto a los aspectos básicos que hemos expuesto, el RD-L 2/2012, en sus Disposiciones Adicionales y Finales, aborda otros de gran relevancia práctica, de los que destacamos los tres siguientes:

a) La aplicación, a partir del 1 de enero de 2014, a las entidades de crédito que participen en los procesos de integración, de las exigencias sobre unidad de la puesta a disposición a favor de un único operador de banca-seguros de la red de una entidad de crédito que establece el art. 25.1 de la Ley 26/2006, de 17 de julio, de Mediación de Seguros y Reaseguros Privados (Disposición Adicional 3.ª del RD-L 2/2012).

b) La modificación del régimen de las garantías constituidas para asegurar los derechos y obligaciones derivados de cualquier operación concluida con el Banco de España, el Banco Central Europeo u otro banco central nacional de la Unión Europea, establecido en la Disposición Adicional 6.ª de la Ley 13/1994, de Autonomía del Banco de España (Disposición Final 2.ª del RD-L 2/2012).

c) La flexibilización del régimen de los instrumentos de deuda obligatoriamente convertibles en acciones ordinarias de las entidades de crédito aptos para integrar el capital principal establecido en el apartado 2 de la Disposición Transitoria 3.ª del RD-L 2/2011 (Disposición Final 3.ª del RD-L 2/2012).

Alberto Javier Tapia Hermida

7. COMPRA DE UN PAQUETE DE CONTROL Y OBLIGACIÓN DE INFORMACIÓN —PRECONTRACTUAL— A CARGO DEL CEDENTE

Recientemente, se ha publicado en la *Revue des Sociétés* (2/2012, pp. 85 y ss.) un breve comentario, elaborado por T. MASSART, a la Sentencia del Tribunal de Casación de 10 de mayo de 2011 (Caso *Sté Sellenium* c/ *Sté de participations Pénicaut*), bajo el título «L'obligation précontractuelle d'information à la charge du cédant d'un bloc de contrôle», que aborda un supuesto siempre problemático y de máxima actualidad cual es el de los cambios en las circunstancias en el contexto de la responsabilidad contractual. Es frecuente, en la práctica, que las partes incluyan en los contratos cláusulas —denominadas MAC, *material adverse change*— que les faculte para, producido un determinado hecho, aliviar su responsabilidad o modificar el contrato.

El supuesto de hecho que da lugar a la referida resolución judicial es el siguiente: la sociedad *Sellenium* compra a *Pénicaut* y a otros accionistas de la sociedad profesional *Pénicaut* un paquete de acciones de ésta a un precio determinado al que debería añadirse un suplemento en caso de que sobreviniera un cambio en las circunstancias; más concretamente,

se introducían unas garantías en caso de que se produjeran alguno de los acontecimientos previstos en el contrato. El contrato preveía que —como consecuencia de un contencioso que mantenía la sociedad *Pénicaut* con otra sociedad, P2M— el pago del complemento acordado sólo tendría lugar una vez se produjera el cierre de la liquidación judicial de P2M o se entregara un informe jurídico que determinara la desaparición de cualquier riesgo ligado a la sociedad P2M, filial de la cedente; y que la sociedad *Pénicaut professionnel*, controlada por *Sellenium*, hubiera puesto fin —mediante los oportunos acuerdos— al contencioso mantenido con los administradores de P2M, con el liquidador de la sociedad, así como con la sociedad ADG.

La sociedad *Sellenium* se niega a proceder al pago de la cantidad pendiente invocando una actuación dolosa a la sociedad *Pénicaut* consistente en la ocultación de información previa a la cesión del paquete accionarial. El cesionario reprocha a la sociedad cedente el haberle ocultado en el momento de la compra del paquete accionarial la existencia de dos procedimientos en curso que habían acabado derivando en la obligación de pago en concepto de indemnización por daños y perjuicios a cargo de la sociedad cedente. La citada pretensión no prospera en los tribunales. El autor sostiene que existe en estos casos una obligación de información a cargo de la cedente aun cuando no se hubiera previsto en el contrato una cláusula de garantía del pasivo. Porque, en efecto, las dificultades en el asunto objeto del comentario surgen en relación con la sociedad filial de *Pénicaut*, P2M, declarada en concurso. Así, atendiendo a cuanto se había establecido en el acuerdo cerrado entre las partes, *Pénicaut* reclama el complemento acordado fundando su reclamación en el cierre de la liquidación judicial; por el contrario, la sociedad cesionaria entiende compensado el montante del complemento con las consecuencias de carácter pecuniario derivadas de la liquidación de P2M. Sin embargo, los Tribunales no admiten la compensación arguyendo que la redacción de la cláusula era ambigua. En efecto, la cláusula constituía una suerte de garantía para el cesionario pero al no contemplarse una cláusula de garantía de pasivo para los cedentes impedía que fuera a su vez considerada como una obligación para ellos de asumir las consecuencias financieras derivadas de la liquidación de la filial.

En el artículo, el autor sostiene que existe siempre una obligación precontractual de información a cargo del cedente en un supuesto de venta de un paquete accionarial de control que se justifica —esencialmente— en el problema de la asimetría de información entre las partes (así, el cedente del paquete de control, en cuanto administrador de la sociedad, dispone de información «privilegiada» sobre ésta). Con vistas a restablecer o asegurar ese equilibrio en la información, la jurisprudencia ha venido imponiendo una obligación de información de carácter precontractual a cargo del cedente sin que por ello se elimine el deber del cesionario de informarse sobre la operación a realizar. Así, el cedente debe informar sobre cualesquiera hechos relevantes que no figuren en la documentación contable susceptibles de influir o afectar al valor de las acciones objeto del contrato de cesión. El cesionario mal informado dispone de varios mecanismos que le permiten bien resolver el contrato y obtener el reembolso del precio, bien recibir una indemnización por daños y perjuicios.

Cuando el cesionario pretende la reclamación por daños y perjuicios puede fundarse en el dolo incidental o en el incumplimiento del deber de información en la fase precontractual por parte del cedente. Ambas soluciones son posibles aun cuando esta solución ha sido criticada tanto por la doctrina como por otras decisiones judiciales. Sin embargo, la Sentencia objeto de este comentario lo admite abiertamente.

Ambas soluciones, diferentes, deben entenderse posibles aun cuando los textos aplicables en uno y otro supuesto son distintos. La doble perspectiva desde la que se enfoca la problemática en la Sentencia aporta luz sobre algunas de las cuestiones más problemáticas.

Un análisis conjunto de los arts. 1116 y 1382 del Código civil francés parece permitir, para el Tribunal, ligar estrechamente el dolo con la obligación de información precontractual. Se entiende que la obligación precontractual de información encontraría su fundamento en el principio de la buena fe contemplado en el art. 1134.3 del Código civil francés. De esta manera, sería posible llevar al terreno del dolo el incumplimiento del deber de información. El Tribunal sostiene que, a pesar de la falta de claridad del Ordenamiento francés sobre la materia, la responsabilidad por falta de información en la fase precontractual puede llevar aparejada una responsabilidad de naturaleza delictiva al amparo de los arts. 1382 y 1383 del mismo Código civil. Por primera vez un Tribunal en el ámbito civil sostiene que el carácter intencional del dolo no debe demostrarse en un supuesto de dolo incidental como éste siempre que se demuestre o se fundamente la reclamación en el incumplimiento del deber de información precontractual.

El autor analiza las dificultades que la reclamación de los daños y perjuicios plantea en la práctica.

La obligación de información no necesita de ningún acuerdo o soporte contractual para existir. Exigen, tal y como afirma el Tribunal de comercio, que se reúnan las condiciones clásicas para el ejercicio de una acción de responsabilidad, es decir, basta con que el cesionario pruebe un daño, un perjuicio y la relación de causalidad.

Así, para probar que el cedente ha causado un daño ha de probarse que tenía la obligación de transmitir la información objeto del litigio, de tal manera que esa información debe ser conocida por el cedente, debe ser pertinente y el cesionario no debe tener otro medio de obtener dicha información. Así, en el supuesto objeto del litigio la información relativa a los contenciosos que mantenía la sociedad, conocidos por los administradores de la cedente, debe considerarse relevante para la cesionaria que ha concluido su acuerdo en condiciones menos ventajosas, ya que desconocía el riesgo de sanción. Desde esta perspectiva, la jurisprudencia admite y entiende que una información incompleta, incierta, un riesgo, debe considerarse pertinente para el cesionario.

Por lo que al perjuicio se refiere, el cesionario debe probar su existencia. En primer lugar, debe valorarse el riesgo de sanción pecuniaria en el momento de la venta (determinando el importe de la provisión que debería haberse contabilizado) para luego ver en qué medida el precio se ha visto afectado por la ausencia de dicha provisión. El perjuicio consiste así en haber perdido la posibilidad de negociar un precio menor.

Las dificultades que todo ello entraña explican que las partes incorporen en sus contratos distintas modalidades de ejecutar la obligación de información y las consecuencias derivadas de su incumplimiento.

Es por ello por lo que en los supuestos de ventas de paquetes accionariales de control se incluyen una multitud y variedad de cláusulas muchas de las cuales afectan a la información precontractual.

Isabel Fernández Torres

8. *BUENAS PRÁCTICAS* DE LA COMISIÓN PARA EL DESARROLLO DE LOS PROCEDIMIENTOS DE INVESTIGACIÓN RELATIVOS A LA COMPETENCIA

El pasado mes de octubre, la Comisión Europea adoptó un paquete de medidas destinadas a reforzar los derechos procesales de que disponen las empresas sometidas a una investigación en materia de competencia. Estas medidas son fundamentalmente las siguientes: 1) la Comunicación sobre buenas prácticas para el desarrollo de los procedimientos relativos a los artículos 101 y 102 del TFUE (DO C 308); 2) la Decisión relativa a la función y el mandato del consejero auditor en determinados procedimientos de competencia (DO L 275, p. 29); y 3) el Documento de Trabajo de la Comisión sobre buenas prácticas en la presentación de pruebas de naturaleza económica en asuntos en materia de competencia.

En primer lugar, la Comunicación sobre *Buenas prácticas* detalla una serie de mecanismos destinados a salvaguardar los derechos de los particulares en aquellos procedimientos en los que la Comisión investiga la presunta violación de las disposiciones de la competencia. Aunque no se trata de derecho primario, la Comunicación es, de acuerdo con las jurisprudencia del Tribunal de Justicia, vinculante para la Comisión, salvo en casos en que pueda justificar una aproximación diferente.

Los aspectos fundamentales de las *Buenas prácticas* son los siguientes:

a) La Comisión abrirá un procedimiento formal de investigación tan pronto como haya concluido la fase preliminar de evaluación a fin de clarificar el ámbito de la investigación y la identidad de las partes concernidas. De esta manera, la Comisión pretende hacer frente a un reproche habitual según el cual el procedimiento formal de investigación no es abierto hasta un momento en el que se encuentra en realidad muy avanzado y existe una opinión interna ya formada en los servicios de la Comisión.

b) Las denominadas «reuniones sobre la evaluación de la situación» (*State of play meetings*) tendrán lugar en los estadios más relevantes del procedimiento ante la Comisión. Estas reuniones tienen una importancia singular porque permiten a las partes concernidas entablar una comunicación directa con la Comisión a lo largo del desarrollo del procedimiento. Con arreglo a la nueva Comunicación, puede esperarse una primera reunión poco después de la apertura formal de procedimiento; una segunda reunión en un momento intermedio entre la apertura del procedimiento y el envío del pliego de cargos a las partes; y una tercera reunión después de dicho envío. Estas reuniones están previstas para procedimientos sobre cárteles y para aquellos supuestos en los que la Comisión ha abierto formalmente un procedimiento de investigación y tiene la intención de desestimar la denuncia presentada por un particular.

c) Las partes concernidas tendrán acceso a los documentos «clave» enviados por los denunciantes o por un tercero antes de que la Comisión emita su pliego de cargos. Esto incluye la versión no confidencial de las denuncias y los estudios económicos realizados.

d) Todos los estadios relevantes del procedimiento ante la Comisión, a saber, la apertura del caso, el envío del pliego de cargos, la terminación del procedimiento, la

adopción de una decisión o el desistimiento de una denuncia, serán objeto de una publicación a través de un comunicado de prensa o mediante un anuncio en la página web de la Comisión.

e) La Comisión proporcionará a los destinatarios de un pliego de cargos una indicación sobre los parámetros relevantes para el cálculo de la posible multa que pudiera imponérseles. Esto no significa que la institución europea dé a conocer el montante concreto de la multa. Ahora bien, la Comisión sí orientará sobre los elementos que tendrá en cuenta a la hora de calcular dicho montante, por ejemplo el valor de ventas concernido por la infracción y los periodos pertinentes. Esta nueva práctica intenta responder a la preocupación de las empresas de que el cálculo realizado por la Comisión no es siempre transparente.

En segundo lugar, respecto a la Decisión relativa a la función y el mandato del consejero auditor, cabe señalar que estos últimos están llamados a actuar en tanto que árbitros independientes en las disputas que puedan surgir entre, por un lado, las partes concernidas por una investigación, las otras partes interesadas, los denunciantes o los terceros interesados y, por otro, los servicios de la Comisión responsables del desarrollo de los procedimientos de competencia. El nuevo mandato amplía el rol de los consejeros auditores a fin de que intervengan también en la fase de investigación. Hasta ahora, los consejeros auditores no intervenían hasta las fases del procedimiento posteriores a la adopción del pliego de cargos.

Los consejeros auditores tendrán, a partir de ahora, las funciones adicionales siguientes:

a) Resolución de cuestiones relacionadas con la confidencialidad de las comunicaciones entre las empresas y sus abogados externos (prerrogativa del secreto profesional).

b) Intervención cuando alguna empresa considere que no ha sido informada sobre su situación procesal.

c) Las partes pueden acudir al consejero auditor cuando consideren que no deberían ser obligadas a responder determinadas cuestiones que podrían forzarlas a admitir una infracción.

d) El consejero auditor podrá intervenir en disputas relacionadas con la prolongación de los plazos de respuesta a solicitudes de información en virtud del artículo 18, apartado 3, del Reglamento núm. 1/2003.

En tercer lugar, el Documento de Trabajo sobre Buenas prácticas relativas a la presentación de pruebas económicas, la Comisión destaca que, debido a la creciente importancia de los aspectos económicos en asuntos complejos, la Comisión se ve obligada a solicitar datos económicos de peso y las partes formulan argumentos basados en teorías económicas de notable complejidad y en análisis empíricos. A fin de dar el mejor tratamiento y valoración a tales pruebas, las buenas prácticas precisan criterios que deben cumplir los análisis económicos y econométricos.

Las medidas anteriores destacan por su oportunidad y también porque aumentarán la transparencia y la equidad de los procedimientos de competencia. En la medida en que las sanciones aumentan en los asuntos de Derecho de la competencia, y en particular desde la entrada en vigor del Tratado de Lisboa en 2009, numerosas cuestiones han ido surgiendo

sobre la compatibilidad de los procedimientos de la Comisión Europea para determinar la culpabilidad o inocencia de las empresas concernidas. Con la publicación de estas *Buenas prácticas*, la Comisión destaca que su intención es situarse en una mejor posición a la hora de hacer valer que los derechos procesales de los particulares son tenidos en cuenta a título de principio y, de manera más específica, que son protegidos durante la fase administrativa en la que las sanciones son impuestas.

El texto de las disposiciones adoptadas por la Comisión puede encontrarse en <http://ec.europa.eu/competition/antitrust/legislation/legislation.html>.

Juan Ignacio Signes de Mesa

9. Circular de la CNMV sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo

La incorporación a nuestro Ordenamiento de la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros (la denominada MIFID), obligó a modificar nuestra LMV, entre otros extremos, introduciendo —mediante la Ley 47/2007— en su Título VII, dedicado a las normas de conducta, un Capítulo I sobre las aplicables a quienes presten servicios de inversión. Estas normas se han desarrollado mediante el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión (ver nuestra noticia «Desarrollo reglamentario de la normativa sobre empresas de servicios de inversión: el Real Decreto 217/2008», en *RDBB*, núm. 110, 2008, pp. 260 y ss.).

En particular, dentro de aquellas normas podemos diferenciar un subconjunto homogéneo de normas sobre folletos de tarifas y contratos-tipo que en su día denominamos normas de protección de la clientela (ver nuestro estudio «Las normas de protección de la clientela en el Mercado de Valores», en *RDBB*, núm. 63, 1996, pp. 561 y ss.). En este aspecto, el Real Decreto 217/2008 se desarrolló por la Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio, por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión en materia de tarifas y contratos-tipo (ver nuestra noticia «Desarrollo reglamentario de las normas de protección de la clientela en los servicios de inversión: la Orden EHA/1665/2010, sobre tarifas y contratos-tipo, y la Orden EHA/1717/2010, sobre publicidad», en *RDBB*, núm. 119, 2010, pp. 321 y ss.).

En el siguiente escalón del desarrollo reglamentario de estas normas de protección de la clientela, era necesario derogar las dos Circulares 1/1996 y 2/2000 de la CNMV (sobre ambas, ver nuestras noticias «La Circular 1/1996, de la CNMV, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones del Mercado de Valores», en *RDBB*, núm. 62, 1996, pp. 510 y ss.; y «Modelo normalizado de Contrato-Tipo de gestión de carteras de inversión: la Circular 2/2000 de la CNMV», en *RDBB*, núm. 80, 2000, pp. 297 y ss.).

En consecuencia con lo anterior, el BOE núm. 309, de 24 de diciembre de 2009, publicó la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de

Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo, que deroga las dos Circulares antes citadas y entrará en vigor a los 6 meses de su publicación.

El ámbito de aplicación de esta Circular alcanza a las siguientes entidades: por una parte, las empresas de servicios de inversión mencionadas en el artículo 64 de la LMV, incluidas las personas físicas que tengan la condición de empresas de asesoramiento financiero; las entidades de crédito mencionadas en el artículo 65 de la LMV autorizadas para la prestación de determinados servicios de inversión y servicios auxiliares; y determinadas entidades extranjeras (sucursales de empresas de servicios de inversión y de entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades de crédito de Estados miembros de la Unión Europea que operen en régimen de libre prestación de servicios en España mediante agentes establecidos en España y empresas de servicios de inversión y entidades de crédito de Estados no miembros de la Unión Europea que presten servicios de inversión en España sin sucursal). Por otra parte, sus normas se aplican a los clientes minoristas definidos como tales en el artículo 78 bis de la LMV.

Como su propio título indica, la Circular regula en su Capítulo II (Normas 2.ª a 6.ª), en primer lugar, los folletos informativos de tarifas, estableciendo las normas generales sobre su elaboración; los modelos; la forma de presentación en los folletos de determinadas operaciones y servicios, tales como los que afectan a los servicios de recepción, transmisión y ejecución de órdenes sobre valores, custodia y administración de instrumentos financieros, gestión de carteras y asesoramiento en materia de inversión; el control y la publicidad de las tarifas.

En segundo lugar, la Circular regula en su Capítulo III (Normas 7.ª a 10.ª) los contratos-tipo, estableciendo su contenido general, el contenido específico de los contratos de custodia y administración de instrumentos financieros y de los contratos de gestión de carteras y su publicidad.

Javier Fernández Alén

10. PACTOS DE «COMPRA O VENDE» EN FRANCIA

La Sala Comercial del Tribunal de Casación francés ha dictado la Sentencia de 20 de septiembre de 2011 (núm. 10-27.186, asunto *Sté Hi Trois c/ Sté Sodexho chèques cartes et services*) en la que examina un supuesto de aplicación de una cláusula de «compra o vende» (*buy or sell*) como condición para la transmisión en bloque de todas las acciones de una sociedad, según comenta el Prof. Bertrand Fages en *Revue des Sociétés* (núm. 2, de febrero de 2012), confirmando la Sentencia del Tribunal de Versalles de 16 de septiembre de 2010.

Los hechos de la controversia —que se desarrollan entre junio y octubre de 2005— tienen su origen en el interés manifestado por la sociedad Sodexho de adquirir el total del capital de la sociedad Business Value Challenge (BVC), manifestado al grupo de accionistas mayoritario de esta última. Unos días después, el grupo mayoritario suscribe con el grupo minoritario un contrato de opción de compra o venta, genéricamente denominado, como siempre por influencia anglosajona, de *buy or sell*, por el que se concedía a la parte requerida la facultad de optar por comprar o vender sus participaciones al precio propuesto por

la parte requirente. Cuatro meses después, el grupo mayoritario acuerda con Sodexho la venta del total de las acciones de BVC, aun cuando no disponía aún del paquete minoritario (si bien parece que se firma con la condición suspensiva del previo acaparamiento del total de las acciones). Dos días después, formula al grupo minoritario la oferta de adquisición de las acciones, a un precio inferior al pactado con Sodexho, y, al parecer contra lo previsto, el grupo minoritario opta por adquirir la participación del grupo mayoritario, transmitiendo luego el total del capital a una tercera sociedad (no sabemos si competidora o no de Sodexho). La sociedad Sodexho reclama al grupo mayoritario, por considerar incumplido el contrato de transmisión de las acciones.

El fallo judicial que, finalmente (tras un titubeo inicial), acuerda el Tribunal de Versalles (y que acoge el Tribunal de Casación) no cuestiona la validez del pacto de compra-o-vende; al contrario, acepta la plenitud de sus efectos tanto para el grupo minoritario como para el tercero. Pero sanciona la conducta del grupo mayoritario, al considerar que actuó de mala fe ofreciendo un precio significativamente inferior al acordado con Sodexho, de modo que se situó en posición de hacer imposible el cumplimiento del contrato de transmisión. De esta forma, el Tribunal entendió que la condición suspensiva de adquisición del total de las participaciones para su ulterior transmisión se había cumplido y que, al no poder entregar las acciones a Sodexho (por haber sido adquiridas legítimamente por el grupo minoritario), el grupo mayoritario debía indemnizar a aquella. La suma impuesta como indemnización de daños y perjuicios de más de 24 millones de euros es —a juicio del comentarista— muy elevada, si bien no disponemos de antecedentes para contrastar los intereses en juego.

Sí llama la atención la desestimación de toda una serie de alegaciones de la parte recurrente y condenada a indemnizar (a las que se refieren los expositivos de la Sentencia) —ignoramos si debido a una falta de acreditación o a otros defectos procesales— que planteaban cómo la actuación del grupo mayoritario pudo no ser en modo alguno constitutiva de mala fe, ya que existieron contactos directos entre Sodexho y el grupo minoritario, y no se ocultó a éste el precio de transmisión ofrecido, planteando incluso que transmitiera directamente sus acciones a Sodexho.

En todo caso, el interés de la Sentencia radica, por una parte, en el reconocimiento que el ordenamiento jurídico francés atribuye a sus órganos jurisdiccionales para declarar cumplida una obligación condicional y, por tanto, ejecutado o no un contrato, todo ello a tenor del art. 1178 del Código Civil francés.

Por otro lado, el Prof. Fages pone de manifiesto que, aun cuando esta suerte de cláusulas de compra-o-vende hayan sido ya consagradas por la jurisprudencia francesa (aparte de la Sentencia comentada, se refiere a la Sentencia del Tribunal de Apelación de París de 15 de diciembre de 2006), no son fáciles de interpretar y que pueden provocar efectos imprevistos (recuerda algunos de los apodos de estos pactos «de oferta alternativa», según los denomina más técnicamente, tales como cláusula *«shot gun»*, «tortilla», «ruleta rusa», «mexicana» o «texana», evocando la idea de un duelo a muerte y a bocajarro). De cualquier modo, asume que se trata de un pacto muy frecuente en la práctica societaria y contractual global, y que ese origen internacional lleva más a examinar las obligaciones contractuales por su tenor literal que por su adecuación mayor o menor a categorías jurídicas preestablecidas.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

11. COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE COMERCIO ELECTRÓNICO

El pasado mes de enero de 2012, la Comisión Europea presentó una importante Comunicación [SEC (2011) 1641], cuyo propósito principal es fomentar en el mercado único la confianza en el comercio electrónico y en los servicios susceptibles de ser objeto de prestación a través de internet. Se trata de una revisión de la aplicación de la Directiva de comercio electrónico y de otras disposiciones comunitarias, contemplando aspectos que deben fomentar una mayor integración del comercio electrónico con las políticas generales de impulso del mercado único. Dentro de los numerosos apartados del documento, con respecto a la contratación bancaria son varios los puntos que presentan interés. En primer lugar, el que se ocupa de la regulación de los contratos, especialmente con respecto a las medidas de identificación de las partes y a la firma electrónica (pp. 79 a 85). En segundo lugar, cabe citar las previsiones con respecto a los pagos electrónicos (pp. 86 a 88) y, finalmente, las disposiciones relativas a la resolución de conflictos (p. 94 y siguientes).

Blanca Villanueva García-Pomareda

12. CONSULTA PÚBLICA SOBRE EL MERCADO EUROPEO DE PAGOS MEDIANTE TARJETA, INTERNET Y MÓVILES

Con fecha 11 de enero de 2012, la Comisión Europea ha presentado su Libro Verde «Hacia un mercado europeo integrado de pagos mediante tarjeta, pagos por Internet o pagos móviles» [COM (2011) 941 final]. Dicho documento se ha sometido a una consulta pública cuyo propósito es recabar información sobre la situación actual que presentan los pagos por medio de tarjetas, Internet o teléfonos móviles y las principales dificultades que se observan en la integración de esos mercados en el ámbito europeo.

En el Libro Verde se señala que esa mayor integración conllevaría distintas ventajas, que se sintetizan en los siguientes apartados:

> *«1) Mayor competencia — En un sector que funciona en red, como el de los pagos, el acceso al mercado de nuevos operadores o competidores de otros Estados miembros se ve facilitado por la integración. Partiendo de normas abiertas comunes, los proveedores de servicios podrían ofrecer sus actuales soluciones en materia de pagos en más de un país. Ampliarían así la base de su negocio, creando un incentivo añadido para la innovación, lo que se traduciría en una convergencia a la baja de los costes de los servicios de pago y de los precios aplicados. Por otra parte, una mayor competencia podría reducir el dominio que actualmente ejercen sobre el mercado de las tarjetas de pago los dos sistemas de tarjetas internacionales existentes. Los pagos al por menor se definen como operaciones de pago en las que al menos una de las partes en la operación (esto es, el ordenante, el beneficiario o ambos) no es una entidad financiera. Los pagos minoristas representan, por tanto, todas aquellas operaciones de pago que no tienen lugar entre dos bancos.*

2) Mayor transparencia y posibilidades de elección para los consumidores — Al ampliarse la gama de servicios competidores, los usuarios de servicios de pagos podrían elegir los instrumentos de pago y los proveedores de servicios que mejor se ajustaran a sus necesidades. Hoy en día, con frecuencia, las repercusiones que las elecciones realizadas tienen sobre los costes no resultan visibles para los consumidores. Debido a esa invisibilidad, a menudo se utiliza el sistema de pago más oneroso e, indirectamente, se repercuten los costes a todos los consumidores a través de precios más elevados. Por el contrario, un mercado integrado y transparente orientaría a los consumidores hacia los instrumentos de pago más eficientes.

3) Mayor innovación — Un mercado integrado incrementaría los efectos de escala, proporcionando así a los agentes ya establecidos mayores posibilidades de ahorrar costes o incrementar sus ingresos. Por lo demás, los nuevos operadores tendrían mayores incentivos para innovar y se ampliaría el alcance geográfico de la innovación.

4) Mayor seguridad de los pagos y confianza de los clientes — En consonancia con los avances realizados en cuanto a la seguridad de los pagos en el punto de venta, un mercado integrado mejoraría la seguridad de los pagos a distancia, tales como los pagos electrónicos y los pagos móviles, así como la confianza de los consumidores en dichos sistemas de pago».

Elisa Pilar Lucas Martín

Bibliografía

DERECHO BANCARIO

— Obras generales

EMMENEGGER, S./THÉVENOZ, L., «Das schweizerische Bankprivatrecht 2010-2011: Le droit bancaire privé Suisse 2010-2011», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 4 (2011), p. 372.

RONEN-MEVORACH, I., «European Insolvency Law in a Global Context», en *Journal of Business Law* n.º 7 (2011), p. 666.

— El movimiento legislativo en materia bancaria en otros países

SENN, M., «Finanzmarktregulierung – Zurückschauend oder vorausschauend?», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 3 (2011), p. 249.

— Normativa de la UE en materia bancaria

COUSY, H., «Solvabilité II – Un très bref aperçu et quelques points d'interrogation», en *Euredia* n.º 2 (2011), p. 195.

DIEZHANDINO, G., «A New EU Institutional Balance in the Delegation of Legislative and Implementing Powers: An Insurance Perspective. Overview of the changes brought by the Lisbon Treaty and the new European Supervisory Architecture», en *Euredia* n.º 2 (2011), p. 217.

GOURIO, A., «La proposition de directive sur le crédit immobilier», en *Euredia* n.º 3 (2011), p. 331.

KAUFFMANN, P./CLERC, O., «La gouvernance économique de l'Union européenne à l'épreuve des crises», en *Euredia* n.º 2 (2011), p. 241.

KERJEAN, S., «The European Systemic Risk Board (ESRB)», en *Euredia* n.º 3 (2011), p. 303.

LAGAUDE, D., «La Directive Solvabilitè II. Quelles conséquences dans le domaine social?», en *Euredia* n.º 2 (2011), p. 211.

OBOLENSKY, A., «L'Europe et la réforme du cadre financier international», en *Euredia* n.º 2 (2011), p. 175.

STOLOWY, N./SCHRAMEK, S., «The contribution of European Law to National Legislation Governing Business Law», en *Journal of Business Law* n.º 6 (2011), p. 614.

— Estatuto de las entidades de crédito

MUÑOZ CREMADES, C., «Las entidades de dinero electrónico. La Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico», en *Diario La Ley* n.º 7703 (27 de septiembre de 2011).

— Órganos de vigilancia y control de la actividad bancaria

VAN HUFFEL, M., «Les voies de recours contre les décisions des autorités européennes de surveillance (AES). De nouvelles compétences pour le Tribunal et la Cour de justice qui suscitent quelques interrogations», en *Euredia* n.º 3 (2011), p. 387.

— CONTRATOS BANCARIOS

BEHAR-TOUCHAIS, M./CHAGNY, M., «Le droit européen des contrats en débat. Synthèse des travaux des groups du réseau TEE sur le Livre vert de la Commission du 1er juillet 2010», en *Revue Trimestrielle de Droit Européen* n.º 2 (2011), p. 361.

BEHRENS, P., «Consumer choice statt consumer welfare – neue (alte) Töne aus den USA», en *Wirtschaft und Wettbewerb* n.º 9 (2011), p. 807.

CUENA CASAS, M., «*Fresh start* y mercado crediticio español y estadounidense», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 15 (2011), p. 565.

EINSELE, D., «Die Rechtsstellung von Unternehmern im Zahlungsverkehr», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 37 (2011), p. 1.741.

FERNÁNDEZ GONZÁLEZ, M.B., «La reforma del contrato: su regulación en el Derecho contractual europeo», en *Revista de Derecho Privado* n.os 7-8 (2011), p. 67.

GENOVESE, A., «Il contrasto delle pratiche commerciali scorrette nel settore bancario», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 2 (2011), p. 200.

GIAMPETRAGLIA, R., «El nuevo derecho de desistimiento en la propuesta COM 2008-614», en *Revista de Derecho Privado* n.os 7-8 (2011), p. 53.

GLANZMANN, L., «Konzern-Kreditfinanzierungen aus Sicht der kreditgebenden Bank», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 3 (2011), p. 229.

HERRSTHAL, C., «Das geplante europäische Vertragsrecht: Die optionale Ausgestaltung des sog. Optionalen Instruments», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 29 (2011), p. 1347.

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M., «Concesión abusiva de crédito en las refinanciaciones preconcursales: su discutible margen ante la proyectada reforma de la Ley Concursal», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 15 (2011), p. 183.

PULGAR EZQUERRA, J., «Acuerdos de refinanciación y *fresh money*», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 15 (2011), p. 47.

REDONDO, F., «El acuerdo de reestructuración de deuda en la legislación concursal argentina», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 15 (2011), p. 595.

RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, E., «El contrato de SWAP y el recurso de casación», en *Revista Aranzadi Doctrinal* n.º 5 (2011), p. 25.

SCHANZ, K.-M./WEDELL, G., «Der Zinsanspruch aus § 38 WpÜG bei unterlassenem Pflichtangebot», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 17 (2011), p. 615.

THÉBAULT, L., «L'arrêt Test-Achats: des enjeux à nuancer pour les services financiers», en *Euredia* n.º 3 (2011), p. 367.

VALPUESTA GASTAMINZA, E., «Los "acuerdos de refinanciación" en el proyecto de reforma de la Ley Concursal», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 15 (2011), p. 155.

— CUENTA CORRIENTE

SCHULTE-KAUBRÜGGER, C., «Kontoeinrichtung durch den (vorläufigen) Insolvenzverwalter: Sonderkonto oder Anderkonto?», en *Zeitschrft für Wirtschaftsrecht* n.º 30 (2011), p. 1400.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

ZURITA MARTÍN, I., «Incidencia en el ordenamiento jurídico español de la regulación de la garantía autónoma prevista por el Proyecto de Marco Común de Referencia», en *Revista Jurídica del Notariado* n.º 76 (2010), p. 371.

— CRÉDITO DOCUMENTARIO

PÉREZ DE MADRID CARRERAS, V., «Dictamen sobre la naturaleza y efectos de un

crédito documentario internacional», en *Revista Jurídica del Notariado* n.º 76 (2010), p. 471.

— Otros servicios financieros. Tarjeta de crédito

BISPING, C., «The Case against Section 75 of the Consumer Credit Act 1974 in Credit Card Transactions», en *Journal of Business Law* n.º 5 (2011), p. 457.

— Contrato de leasing

BAZINAS, S.V., «Acquisition Financing under the UNCITRAL Legislative Guide on Secured Transactions», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 483.

FABER, D./SCHUIJLING, B., «Leasing under Dutch Law», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 373.

FRANÇOIS, B., «Le credit-bail financier en France», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 291.

FRIGNANI, A./TORSELLO, M., «Financial Leasing en Italy», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 351.

HAN, S./WENSHENG, W., «An Overview of the Development of the Financial Leasing Law in China», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 241.

INCEOGLU, M.M./BASOGLU, B., «Financial Leasing in Turkey in Light of Recent Developments», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 415.

JOSIPOVIC, T., «Financial Leasing in Croatia and its Unification by UNIDROIT», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 271.

KATNER, W.J., «Leasing in the Polish Civil Code», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 401.

KOHL, B., «Le leasing financier en Belgique», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 45.

KRONKE, H., «Financial Leasing and its Unification by UNIDROIT – General Report», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 23.

MACPHERSON, D., «Financial Leasing in Common-Law Canada», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 83.

SCHROTH, P.W., «Financial Leasing of Equipment in the Law of the United States», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 437.

VOULGARIS, L., «La location financement (financial leasing) en Grèce», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 333.

WALSH, C., «Leasing Law in Québec (Canada)», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 181.

WILSON, J.M., «Financial Leasing and its Unification by UNIDROIT: the Role of the Organization of American States (OAS)», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 469.

— Fáctoring

CAMACHO, M.ª E., «Problemáticas jurídicas del contrato de factoring, asociadas a su construcción dogmática a partir de la figura de la cesión de créditos», en *Revista E-mercatoria* n.º 1 (2011), publicación electrónica: <http://www.emercatoria.edu.co/PAGINAS/VOLUMEN10/01.html#a120>.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

AIYEGBAYO, O./VILLIERS, C., «Has it Made Corporate Governance More Effective?», en *Journal of Business Law* n.º 7 (2011), p. 699.

ANGELICI, C., «Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina», en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 2 (2011), p. 159.

ARSALIDOU, D., «The Regulation of Excecutive Pay and Economic Theory», en *Journal of Business Law* n.º 5 (2011), p. 431.

BORMANN, M., «Mehr "Transparenz" bei Unternehmen mit Beteiligung von Gebietskörperschaften?», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 24 (2011), p. 926.

BRANDT, K./THIELE, A., «Zulässigkeit einer Gleichstellungsquote im Aufsichtsrat unter Berücksichtigung der Rechtsprechung des EuGH», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 16 (2011), p. 580.

CARIELLO, V., «Operazioni con parti correlate e sistema dualistico», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* n.º 1 (2011), p. 183.

COUARD, J., «Le technique des "joyaux de la couronne" en droit des concentrations», en *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n.º 2 (2011), p. 201.

DONDERO, B., «Le pacte d'actionnaires signé par la société», en *Revue des Sociétés* n.º 10 (2011), p. 535.

GARCÍA DE PABLOS, J.F., «Proyecto de Ley de Incorporación de la Directiva 2007/36/CE, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas», en *Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia* n.º 23 (2011), p. 30.

GAUDEMET, A., «Efficacité des pactes d'actionnaires: retour aux principes, Com. 24 mai 2011», en *Revue des Sociétés* n.º 9 (2011), p. 482.

GRANIER, T., «Responsabilité civile du commissaire aux comptes: le lien de causalité entre la faute du professionnel et le préjudice subi par le repreneur dans le cadre d'une reprise d'entreprise, Com. 8 févr. 2011», en *Revue des Sociétés* n.º 9 (2011), p. 509.

HOPT, K.J., «Vergleiehende Corporate Governance – Forschung und internationale Regulierung», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 4 (2011), p. 444.

LEBÈGUE, D., «La stratégie 2011-2015 du mouvement Transparency International», en *Euredia* n.º 3 (2011), p. 299.

LIBONATI, B., «Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* n.º 1 (2011), p. 3.

LITZENBERGER, G., «Verstoβ gegen Berichtspflichten bei der Ausnutzung genehmigten Kapitals unter Bezugsrechtsausschluss und fehlerhafte Entsprechenserklärungen zum DCGK – Die Deutsche Bank Hauptversammlung 2009», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 26 (2011), p. 1019.

MADRID PARRA, A., «La reforma del Mercado hipotecario secundario», en *Cuadernos de Derecho y Comercio* n.º 55 (2011), p. 37.

MERKNER, A./SCHMIDT-BENDUN, R., «Keine Nichtigkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen wegen fehlerhafter Hinweise zur Bevollmächtigung in der Einberufung», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 28 (2011), p. 1097.

OETKER, H., «Naheträgliehe Eingriffe in die Vergütungen von Gesschäftsführungsorganen im Lichte des VorstAG», en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* n.º 4 (2011), p. 527.

OTTE, D., «Vorstandsverantwortlichkeit in der AG & Co. KG», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 26 (2011), p. 1013.

PELTZER, M., «Das Grünbuch der EU-Kommission vom 5.4.2011 und die Deutsche Corporate Governance», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 25 (2011), p. 961.

PETER, H./DUVOISIN, P.-B., «Loi sur la fusion, loi sur les cartels, loi sur les bourses: quels rapports?», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 4 (2011), p. 333.

SABOGAL BERNAL, L.F., «El "interés social". Apuntes en el marco del Derecho de sociedades», en *Revista E-mercatoria* n.º 1 (2011), publicación electrónica: <http://www.emercatoria.edu.co/PAGINAS/VOLUMEN10/01.html#a120>.

SPINDLER, G., «Zur Zukunft der Corporate Governance Kommission und des § 161 AktG», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 26 (2011), p. 1007.

VELTE, P., «Erteilung des Prüfungsauftrags und Überwachung des Abschlussprüfers durch den Prüfungsausschuss- vorbereitende oder ersetzende Tätigkeit?», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 20 (2011), p. 771.

VICENT CHULIÁ, F., «Grupos de sociedades y conflictos de intereses», en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 280 (2011), p. 19.

WAHLERS, H.W./WOLFF, N., «Individualabreden zur Verhinderung der drohenden Verjährung von Organhaftungsansprüchen bei der Aktiengesellschaft», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 17 (2011), p. 605.

WASSE, N., «Die Internationalisierung des Aufsichtsrats: Herausforderungen in der Praxis», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 19 (2011), p. 685.

WATSON, S., «The Significance of the Source of the Powers of Boards of Directors in UK Company Law», en *Journal of Business Law* n.º 6 (2011), p. 597.

WERDER, A./PISSARCZK, A./BÖHME, J., «Grössere Kodexskepsis im General Standard?: Ergebnisse einer empirischen Untersuchung aktueller Ablehnungsbegründungen», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 13-14 (2011), p. 492.

WERNSMANN, R./GATZKA, U., «Der Deutsche Corporate Governance Kodex und die Entsprechenserklärung nach § 161 AktG? Anforderungen des Verfassungsrechts», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 26 (2011), p. 1001.

WINTER, M./THEISEN, D., «Betriebsführungsverträge in der Konsernpraxis», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 18 (2011), p. 662.

— Otros órganos de vigilancia y control

ARSOUZE, C., «La Cour de cassation se prononce sur le respect des droits de la défense par l'Autorité des marchés financiers, Com. 1er mars 2011», en *Revue des Sociétés* n.º 10 (2011), p. 575.

— Contratos bursátiles. En general

FLEISCHER, H./THATEN, M., «Einlagenrückgewähr und Übernahme des Prospekthaftungsrisikos durch die Gesellschaft bei der Platzierung von Altaktien», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 28 (2011), p. 1081.

KANDA, H., «Book-Entry Operations and Property Law», en *Uniform Law Review* n.º 1/2 (2011), p. 13.

KLÖHN, L., «Marktmanipulation auch bei kurzfristiger Kursbeeinflussung das "IMC Securities" - Urteil des EuGH», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 24 (2011), p. 934.

LOCHNER, D., «Die Bestimmung der Marktrisikoprämie auf Grundlage empirischer Studien im Spruchverfahren», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 19 (2011), p. 692.

TRIBAR OPINION COMMITTEE, «Special Raport of the TriBar Opinion Committee-

Opinions on Secondary Sales of Securities», en *The Business Lawyer* n.º 3 (2011), p. 625.

— OPAs

BOVEY, P./ROSS, L., «Aus der Praxis der Übernahmekommission», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 3 (2011), p. 298.

CASCANTE, C./BINGEL, A., «Verbesserte Beteiligungstransparenz (nicht nur) von Übernahmen? – Die Vorschriften des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 28 (2011), p. 1086.

KRAUSE, H., «Die erweiterte Beteiligungstransparenz bei börsennotierten Aktiengesellschaften», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 13-14 (2011), p. 469.

LAPRADE, F.M., «Concert ne rime pas toujours avec contrôle, Com. 15 mars 2011», en *Revue des Sociétés* n.º 10 (2011), p. 552.

PRIESTER, H.-J., «Aktionärsentscheid zum Unternehmenserwerb», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 18 (2011), p. 654.

WINK, T., «Übernahme des Prospekthaftungsrisikos durch die Gesellschaft bei der Umplatzierung von Aktien und Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 AktG», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 16 (2011), p. 569.

— Régimen de los insider

DEZEUZE, E., «Détention par l'émetteur d'une information privilégiée en cours d'exécution d'un programme de rachat de ses actions, Com. 29 mars 2011», en *Revue des Sociétés* n.º 9 (2011), p. 501.

SCHNEIDER, U.H., «§ 25ª WpHG – die dritte Säule im Offenlegungsrecht», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 18 (2011), p. 645.

THÉVENOZ, L., «Une meilleure information des investisseurs privés», en *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 3 (2011), p. 271.

— Sociedades y fondos de inversión

MARTOUGIN, C., «The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)», en *Euredia* n.º 3 (2011), p. 345.

TAPIA HERMIDA, A.J., «El concurso de las empresas de servicios de inversión», en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 15 (2011), p. 421.

WAGNER, K.R., «Zur Haftung von direkt beteiligten Anleger-Gesellschaftern bei Berlin-Fonds (GbR)», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 27 (2011), p. 1058.

TÍTULOS VALORES

— En general

SCHWARZ, S.T., «The Conundrum of Covered Bonds», en *The Business Lawyer* n.º 3 (2011), p. 561.

— Valores mobiliarios

Acciones

BORN, F., «Berichtspflichten nach Ausnutzung genehmigten Kapitals mit Ausschluss des Bezugsrechts», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 38 (2011), p. 1.793.

RICHTER, M.S. (Jr), «I troppi problema del dividendo maggiorato», en *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* n.º 1 (2011), p. 89.

LEIVESLEY, K.J., «Financial Assistance: Why a Unique Approach May Overcome Chaston», en *Journal of Bisiness Law* n.º 7 (2011), p. 725.

Recensiones

RECENSIÓN DE BIBLIOGRAFÍA

AA.VV.: *S.R.L./Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale* Aldo A. Dolmetta/Gaetano Presti, eds.

Editorial Giuffré, Milán (2011), 1260 pp.

La reciente jubilación del Profesor Giuseppe B. Portale de su Cátedra en la Università Cattolica del Sacro Cuore de Milán ha generado una serie de iniciativas nacionales e internacionales destinadas a rendir homenaje a uno de los grandes mercantilistas italianos de la época reciente. De entre esas iniciativas, la más perdurable va a ser el singular *Commentario* dedicado al Maestro Portale. Una iniciativa inteligente, que ha querido que el afecto de tantos amigos y discípulos se concentrase en una obra útil, abandonando la costumbre de dar a luz mastodónticas obras de homenaje que, al margen del común interés por dejar constancia del aprecio hacia el homenajeado, presentan una heterogeneidad que las priva de un posible aprovechamiento académico.

Tratando de imponer las limitaciones de obras de esa naturaleza, los discípulos de Portale quisieron que el testimonio de su homenaje fuera un libro que invitara a la reflexión y a la consulta decidiéndose por un comentario a la legislación aplicable a la sociedad de responsabilidad limitada en el Derecho italiano. Puede afirmarse que han logrado su propósito y que, en el futuro, el *Commentario Portale* será, como otros libros que el homenajeado escribió y dirigió, una obra de imprescindible consulta.

La obra tiene su parte principal en el comentario sistemático y cuidado de cada uno de los artículos 2462 a 2483 del *codice civile,* introducidos por medio del artículo 3 del d. lgs. 17-1-2003, n. 6. Una disciplina que entró en vigor en 2004 y que se diseñó con la idea de ofrecer a las pequeñas y medianas empresas un tipo societario elástico y que tuviera especial consideración hacia la identidad de sus socios y de sus relaciones personales. El libro se completa con el comentario de otras disposiciones que, al margen del *codice civile*, son aplicables a la sociedad de responsabilidad limitada en situación de insolvencia (arts. 146, 150 y 151 del R.D. 16-3-1942, n. 267).

A partir de ahora, en el Derecho italiano el estudio de la *società a responsabilità limitata* aparecerá vinculado —gracias a esta obra— a la figura del Profesor Portale.

Juan Sánchez-Calero

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.