

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- Las nuevas Reglas Uniformes de la CCI relativas a las garantías a primer requerimiento. *Alberto Díaz Moreno* 7
- Régimen jurídico de las acciones rescatables: nuevas perspectivas y problemática actual (II). *Jorge López Curbelo* 57

CRÓNICA

- Algunas cuestiones en torno a las garantías financieras del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, tras su primer lustro de vigencia. *Juan Hormaechea Alonso* 151

JURISPRUDENCIA

- A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps). *Emilio Díaz Ruiz y Julio Iglesias Rodríguez* 213
- Ejecución hipotecaria y dación en pago (A propósito del Auto de la Audiencia Provincial de Navarra de 17 de diciembre de 2010). *Mariano Hernández Arranz* 247

NOTICIAS

1. Jurisprudencia reciente de Audiencias Provinciales sobre demandas de nulidad por error en la comercialización de productos financieros por los bancos. *Alberto Javier Tapia Hermida* 273
2. La nueva regulación del dinero electrónico: Ley 21/2011, de 26 de julio. *Blanca Villanueva García-Pomareda* 276
3. Resolución del ICAC sobre relación entre auditores. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 278

ARTÍCULOS

	Página
4. Orden EHA/2899/2011, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios. <i>Alejandra Martínez Pérez-Espinosa</i>	279
5. Normativa francesa relativa a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y a la gestión de activos. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	285
6. Informe de la SEC de septiembre de 2011 sobre las agencias de rating. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	288
7. Auditor y Comité de Empresa. <i>Isabel Fernández Torres</i>	291
8. Tribunal Constitucional y cajas de ahorros. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	292
9. Reforma de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva por la Ley 31/2011. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	293
10. Reglas de buen gobierno y responsabilidad a los administradores societarios en el Derecho argentino. <i>Martín E. Abdala</i>	298
11. Implicaciones legales de la Directiva 2011/61/UE relativa a los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos en la industria del <i>private equity</i> . <i>Rogelio Fernández de la Calle</i>	308

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	335
------------------------	-----

LAS NUEVAS REGLAS UNIFORMES DE LA CCI RELATIVAS A LAS GARANTÍAS A PRIMER REQUERIMIENTO (*)

ALBERTO DÍAZ MORENO

Universidad de Sevilla

RESUMEN

El presente trabajo trata de la versión de 2010 de las Reglas Uniformes de la CCI relativas a las garantías a primer requerimiento (URDG). Estas Reglas, que supuestamente son más claras, precisas y completas que las recogidas en la previa versión de las URDG (publicada en 1992), se analizan desde dos diferentes puntos de vista. De una parte, se examinan, a la luz de las nuevas Reglas, aspectos esenciales de la disciplina de las garantías a primer requerimiento (tales como su naturaleza independiente y su carácter documentario). Y, de otro lado, se presta especial atención a los principales cambios introducidos en la vigente versión de las Reglas. Esta tarea nos llevará a estudiar en detalle importantes cuestiones, como las condiciones no documentarias, la transferencia de las garantías, el examen de los requerimientos, las reclamaciones presentadas bajo la forma «prorroga o pague», las demandas no conformes, la renuncia a hacer valer las discrepancias, la regla de la preclusión...

Palabras clave: *Garantías a primer requerimiento, garantías independientes, contragarantías, reglas uniformes de la CCI.*

ABSTRACT

This paper deals with the 2010 version of the ICC Uniforms Rules for Demand Guarantees (URDG). These Rules, that are supposed to be clearer, more precise and more comprehensive than those included in the previous version of the URDG (released in 1992), are analyzed from two different points of view. On the one hand, essential aspects of the demand guarantees regulation (such as their independent nature and their documentary character) are examined in the light of the new Rules. And, on the other hand, special attention is paid to the main changes introduced in the current version of the Rules. This task will lead us to consider in detail important issues such as non-documentary conditions, transfer of guarantees, examination of demands, extend or pay requests, non-complying demands, waiver of the discrepancies, the preclusion rule...

Key words: *Demand guarantees, independent guarantees, counter-guarantees, ICC's uniform rules.*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LOS PRINCIPIOS BÁSICOS QUE SE MANTIENEN EN LA REVISIÓN 2010 DE LAS URDG.

(*) En recuerdo de Juan Manuel Gómez Porrúa. Compañero de fatigas y de alegrías, de sinsabores y de éxitos, de aventuras y de desventuras. Fino jurista, excelente profesor, colega cariñoso y agudo conversador. Amigo de siempre y para siempre.

1. **Contractualidad.**
2. **Independencia (de las garantías y de las contragarantías).**

- A) *La noción de independencia.*
- B) *La independencia de las contragarantías.*

3. **Carácter documentario.**
4. **Internacionalidad.**

III. LAS NOVEDADES MÁS RELEVANTES DE LA VERSIÓN DE 2010 DE LAS URDG.

1. **Consideraciones generales.**
2. **Condiciones no documentarias.**

- A) *Planteamiento.*
- B) *El tratamiento de las condiciones no documentarias.*
- C) *En particular, las condiciones no documentarias referentes a la efectividad y a la extinción de la garantía y a la reducción de su importe.*

3. **Transferencia y «cesión del producto» de las garantías.**

- A) *Ideas generales.*
- B) *Transferencia de la garantía.*
- C) *«Cesión del producto».*

4. **Presentación, examen y rechazo o atención del requerimiento de pago.**

- A) *Presentación del requerimiento de pago.*
 - B) *Requerimientos bajo la forma «prorroque o pague».*
 - C) *Examen del requerimiento.*
 - D) *Pago o rechazo de la reclamación.*
-

I. INTRODUCCIÓN

El 3 de diciembre de 2009, culminando así una labor iniciada en 2007, el Consejo (o Comité) Ejecutivo de la Cámara de Comercio Internacional (CCI) aprobó las Re-

glas Uniformes de la CCI relativas a las Garantías a Primer Requerimiento (denominadas *ICC Uniform Rules for Demand Guarantees* —URDG— en lengua inglesa). Nos referiremos a ellas en lo sucesivo como «las Reglas», URDG-758⁽¹⁾ o, simplemente, URDG.

Esta nueva versión de las URDG «entró en vigor»⁽²⁾ el 1 de julio de 2010 y viene a sustituir a las previas URDG-458⁽³⁾, aprobadas por el Consejo Ejecutivo de la CCI el 20 de diciembre de 1991 y publicadas en abril de 1992⁽⁴⁾. Debido a su simplicidad y a

(1) Utilizaremos las siglas inglesas por ser las de más frecuente uso en la práctica (incluso en la española). La adición de la cifra 758 —probablemente no hace falta ni comentarlo— responde a que ése es el número de publicación que la CCI ha asignado al documento que estudiaremos. No es una cuestión irrelevante dado que cuando —como es el caso— existen varias versiones de unas determinadas reglas, tal número identifica inequívocamente la versión a la que las partes se someten. En este trabajo especificaremos que la referencia se hace a las URDG-758 cuando sea necesario para evitar confusiones con las contenidas en la versión inicial de 1992 (a las que nos referiremos como URDG-458: *vid.* seguidamente en el texto).

(2) Sobre el significado exacto de esta sedicente «entrada en vigor» volveremos más adelante con ocasión del análisis del carácter contractual de las Reglas (*infra*, II.1).

(3) Para un primer análisis de las mismas me permito remitir a mi trabajo «Las reglas uniformes de la Cámara de Comercio Internacional sobre Garantía a Demanda», *Derecho de los Negocios*, núm. 36, septiembre 1993, pp. 1-14; también, SAN JUAN CRUCELAEGUI, «Las garantías contractuales en las Reglamentaciones de la Cámara de Comercio Internacional», *RDM*, 2001, núm. 241, pp. 1331 y ss.; GOODE, *Guide to the ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, París, 1992, y «The new ICC Uniform Rules for Demand Guarantees», *Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly*, 1992, pp. 190 y ss.

(4) La CCI comenzó a interesarse por el tema de las garantías en el comercio internacional en 1964. Ya en ese año se dio inicio a los trabajos sobre dicha cuestión con un claro objetivo: promover un adecuado equilibrio entre los intereses en conflicto en este tipo de operaciones. Y el logro de tal finalidad había de pasar por la formulación de reglas capaces, por un lado, de proporcionar a los ordenantes de las garantías protección contra las reclamaciones abusivas de los beneficiarios, y suficientes, por otro, para asegurar a éstos un rápido cobro de las garantías en caso de incumplimiento de sus deudores. Como resultado de la actividad desarrollada, el 20 de junio de 1978 la CCI adoptó las «Reglas Uniformes relativas a las Garantías Contractuales» (Publicación CCI núm. 325; su denominación en inglés es la de *Uniform Rules for Contract Guarantees*). Lo cierto es, sin embargo, que estas Reglas (en adelante, URCG) no obtuvieron general aceptación en la práctica bancaria y comercial. Las razones del escaso éxito de las URCG parecen ser de diversa índole, pero entre ellas pueden identificarse con seguridad estas dos: de una parte, no incluyeron normas específicas sobre las garantías a primera demanda o a primer requerimiento, que ya en aquel momento se encontraban muy extendidas en el tráfico internacional. De otro lado, y en relación con las fianzas de buena ejecución y con las de reembolso, la reclamación del cumplimiento por parte del garante se encontraba supeditada a requisitos enormemente exigentes; en concreto, el beneficiario debía presentar una decisión judicial o un laudo arbitral que justificara la reclamación o, en su defecto, aportar la aprobación por escrito del ordenante de la garantía (art. 9.b RURCG). En conjunto, las URCG no aseguraban la independencia o autonomía de la obligación del garante, sino que venían a regular compromisos cuyo pago resultaba condicionado a la comprobación efectiva —es decir, no puramente por la apariencia documental— del incumplimiento del principal u ordenante de la garantía. Tales reglas no podían, en consecuencia, satisfacer los intereses de los banqueros ni, mucho menos, los de los beneficiarios.

su sintonía con buena parte de las prácticas más extendidas, las URDG-458 obtuvieron una moderada aceptación en el tráfico internacional.

Debe hacerse notar, en todo caso, que las dos versiones hasta ahora redactadas de las URDG no constituyen los únicos esfuerzos realizados en orden a proporcionar a los operadores internacionales un marco regulatorio para las garantías independientes. A este respecto han de tomarse especialmente en consideración aquellas otras actuaciones (de muy diferente naturaleza, alcance y repercusión práctica) dirigidas a dar respuesta a las necesidades de régimen planteadas por una figura funcionalmente equivalente a las garantías independientes (tal y como se conciben básicamente en los ordenamientos europeos) pero estructuralmente muy distinta: las llamadas *standby letters of credit*⁽⁵⁾. Entre tales iniciativas cabe mencionar, de un lado, la «Convención de las

Consciente de la reducida difusión de las URDG, ya en 1981 la CCI dio comienzo a nuevos trabajos dirigidos a elaborar reglas para las garantías a primera demanda. No obstante, la tarea encontró importantes obstáculos y fueron desechados sucesivos proyectos. En 1988 un Grupo de Trabajo Mixto —de las Comisiones sobre Prácticas Comerciales Internacionales y sobre Técnica y Práctica Bancarias— retomó los trabajos con un nuevo enfoque, más cercano a la efectiva realidad de las garantías internacionales que los seguidos hasta ese momento. Las labores del Grupo de Trabajo, complementadas a partir de 1990 por las de un Grupo de Redacción más reducido, tuvieron como resultado un primer borrador de reglas (abril de 1991) que, con ligeras modificaciones, fue aprobado en sus respectivas reuniones de octubre y noviembre de ese mismo año por las dos Comisiones antes citadas. Tal y como se indica en el texto, el documento vio la luz unos meses más tarde.

Más adelante, en 1994, e impulsada por los intereses del sector asegurador, la CCI publicó sus Reglas sobre fianzas contractuales (*Uniform Rules for Contract Bonds*: Pub. CCI núm. 524) que se refieren a garantías esencialmente accesorias [sobre las URDG puede consultarse CAMACHO DE LOS RÍOS, «Reglas uniformes de la CCI para fianzas contractuales», *RES*, 1994, julio-septiembre, núm. 79, pp. 13-49; SAN JUAN CRUCELAEGUI, «Las garantías contractuales...», cit., pp. 1327-1330; HOYOS ELIZALDE, «El papel de la Cámara de Comercio Internacional en el mundo de las garantías contractuales y a primer requerimiento», en Angulo, Camacho, Hoyos Elizalde (dirs.) y Espigares (coord.), *Las tendencias actuales de los contratos de garantía*, Atelier, Barcelona, 2005, pp. 210-214; ESPIGARES, *La garantía «a primer requerimiento». Mecanismos de defensa frente a las reclamaciones abusivas del beneficiario*, Bolonia, 2006, pp. 189-191].

(5) A la vista de las características de la figura del crédito documentario puede entenderse fácilmente que quepa utilizar ese mismo expediente con una función cautelar: puede emitirse la carta de crédito (ahora una *standby letter of credit*) para que el pago se produzca contra la presentación de documentos que acrediten, *prima facie*, que se ha producido el evento o contingencia previsto (por ejemplo, el incumplimiento de determinada obligación). Lo sustancial es que, con una carta de crédito *standby*, el banco emisor se compromete a pagar cierta cantidad al beneficiario —o a aceptar letras de cambio emitidas por él, según el caso— cuando éste formule una reclamación acorde con los términos y condiciones de la carta de garantía. Su estructura es, por tanto, la misma que la de una *commercial letter of credit*. Su función es, sin embargo, bien diferente. Así, mientras resulta perfectamente coherente con la finalidad de una carta de crédito comercial que el beneficiario reclame el pago del banco emisor (es el «buen fin» del instrumento), en el caso de las *standbys* tal reclamación constituye —al menos en la formulación general de la operación— la excepción. O dicho en otros términos: los documentos que el beneficiario ha de presentar para hacer efectiva una carta de crédito comercial tienden a demostrar el cumplimiento de la obligación subyacente, mientras que los que ha de aportar en el caso de una carta *standby* contienen o implican la afirmación del beneficiario (o de un tercero) de que el ordenante de la garantía ha incumplido sus obligaciones. De todas formas este enfoque debe matizarse en los supuestos

Naciones Unidas sobre Garantías Independientes y Cartas de Crédito Contingente»⁽⁶⁾, la cual pretende disciplinar tanto las garantías «a primer requerimiento» como las cartas de crédito *standby* (desafortunadamente denominadas en el texto en lengua española de la Convención como «cartas de crédito contingente») mediante un cuerpo normativo único capaz de dar respuesta a las peculiaridades de ambos instrumentos⁽⁷⁾. Y, de otro lado, Las «Reglas y Usos Uniformes relativos a los Créditos Documenta-

en los que las *standbys* no se utilizan con fines que puedan definirse, estrictamente, como «de garantía», como sucede cuando se emiten para ser pagaderas si se produce un determinado hecho o circunstancia no consistente en el incumplimiento de una obligación (por ejemplo, que la cotización de determinados valores descienda por debajo de un nivel de referencia o que el volumen de ventas de cierto producto no alcance las magnitudes previstas) o en el caso de las llamadas *direct pay standbys*, que se caracterizan por que su emisor se compromete a pagar una cantidad en determinados vencimientos sin necesidad de que se produzca ningún incumplimiento o evento específico (estos instrumentos «de pago directo» —a menudo utilizados en conexión con operaciones de lanzamiento de bonos u obligaciones en los mercados de capitales— son lisa y llanamente instrumentos de pago: los acreedores reclaman directamente el pago a su emisor cuando llega el momento de la exigibilidad de la obligación subyacente).

Naturalmente, y por lo que se refiere a los papeles respectivos que juegan en la relación subyacente o fundamental el beneficiario y el ordenante, también hay diferencias entre las cartas de crédito comerciales y las *standbys*. En efecto, tratándose de las primeras, usualmente el beneficiario resulta ser un vendedor o suministrador, mientras que el ordenante es el comprador. Por el contrario, en el caso de las cartas de crédito con finalidad de garantía, y por ceñirnos por ahora al supuesto de garantía de buena ejecución o cumplimiento, el beneficiario asume el papel de dueño de la obra o de comprador, mientras el ordenante suele ser un contratista o un suministrador.

Así pues, las cartas de crédito *standby*, en cuanto cartas de crédito, se someten a la disciplina básica de éstas, lo cual supone que constituyen compromisos jurídicamente independientes y autónomos con respecto a la relación subyacente con la que se encuentran económicamente vinculados. Tal característica, unida a su eventual función de garantía, las emparenta con las garantías independientes. Sobre las relaciones entre ambas modalidades de garantía, DÍAZ MORENO, «Reglamentación uniforme sobre los contratos de garantía: la labor de la CCI y de UNCITRAL», en *Las tendencias actuales de los contratos de garantía*, cit., pp. 103-121; SAN JUAN CRUCELAEGUI, «Las garantías contractuales...», cit., pp. 1387-1392; ELLINGER/NEO, *The law and practice of documentary letters of credit*, Oxford, 2010, pp. 304-307.

⁽⁶⁾ Hecha en Nueva York en 1995, la Convención constituye un tratado internacional abierto a la firma de los Estados miembros de las Naciones Unidas. Entró en vigor el 1 de enero de 2000, una vez alcanzadas las cinco ratificaciones necesarias al efecto. No obstante, su «éxito» en la comunidad internacional ha sido muy reducido, como demuestra el escaso número de países que la han ratificado o que se han adherido a ella (al momento de redactarse estas líneas son los ocho siguientes: Bielorrusia, Ecuador, El Salvador, Kuwait, Panamá, Túnez, Gabón y Liberia).

⁽⁷⁾ Sobre este texto, *vid.* DÍAZ MORENO, «Nota introductoria acerca de la Convención de las Naciones Unidas sobre garantías independientes y cartas de crédito contingente», *RDBB*, núm. 64, octubre-diciembre 1996, pp. 1013-1068. Y sobre los trabajos preparatorios de la Convención, *cfr.* DÍAZ MORENO, «Los trabajos de UNCITRAL en materia de garantías independientes internacionales», *RDM*, enero-marzo 1993, núm. 207, pp. 151-205. Para una comparación entre la disciplina de la Convención y de las URDG-458 en relación con algunos puntos concretos, *cfr.*, sintéticamente, ILLESCAS, «International demand guarantees: the interaction of the Uncitral Convention and the URDG Rules of the ICC», en *New Developments in International Commercial and Consumer Law* (ed. Jacob S. Ziegel), Oxford, 1998, pp. 161-169.

rios», revisión de 2007 (RUU; Pub. CCI núm. 600)⁽⁸⁾ y las «*International Standby Practices*» de 1998 (ISP98)⁽⁹⁾, estas últimas preparadas por el *Institute of International Banking Law & Practice* y aprobadas por la Comisión Bancaria de la CCI (Pub. CCI núm. 590).

Naturalmente, 18 años «en el mercado» fueron tiempo suficiente para que la CCI pudiera evaluar el grado de aceptación de las URDG-458, sus deficiencias y sus ventajas y, también, sus aciertos y beneficios. Las conclusiones del análisis llevado a cabo durante dos años y medio⁽¹⁰⁾ pusieron de manifiesto que había materias cuyo tratamiento debía ser modificado (con mayor o menor profundidad, en uno u otro sentido) y que era igualmente necesario disciplinar cuestiones no abordadas en la primera versión de las reglas (o abordadas de manera insuficientemente detallada)⁽¹¹⁾. Pero también se evidenció que, en muchos aspectos relativos a la sustancia de la institución y a su funcionamiento práctico, las opciones iniciales habían sido acertadas y productivas.

De ahí que las URDG-758 constituyan una revisión (desde luego importante —e incluso profunda en algunos extremos—) de las originales reglas sobre garantías a primer requerimiento. Pero de ahí también que no se trate de unas nuevas reglas, sino de una nueva versión de ellas. Por eso, al analizar la versión de 2010 de las URDG resulta tan conveniente recordar aquellos extremos que no sufren cambios de relieve —los cuales integran lo esencial y característico de la figura regulada— como identificar y estudiar los particulares más destacables en los que sí se introducen modificaciones. A los primeros (esto es, a los extremos que permanecen: naturaleza independien-

(8) Concebidas específicamente para regular los créditos documentarios comerciales, incluyen en su ámbito potencial también a las *standbys*, «*to the extent to which they may be applicable*» (art. 1). No obstante, la diversidad funcional entre las *commercial* y las *standby letters of credit* comporta que las RUU no ofrezcan respuesta plenamente satisfactoria a todas las particulares necesidades de régimen de estas últimas (DÍAZ MORENO, «Reglamentación uniforme...», cit., p. 111; SAN JUAN CRUCELAE-GUI, «Las garantías contractuales...», cit., pp. 1386-1387; ELLINGER/NEO, *The law and practice of documentary letters of credit*, cit., pp. 307-308, 336-338). Específicamente sobre la última versión de las RUU pueden consultarse los artículos de MARIMÓN, «La nueva edición de las Reglas de la CCI para los Créditos documentarios (UCP 600)», *RDM*, 263, 2007, pp. 7-68, y DÍAZ MORENO/GUERRERO LEBRÓN, «La revisión 2007 de las Reglas y Usos Uniformes relativos a los créditos documentarios: las nuevas RUU 600», *RDBB*, núm. 107, 2007, pp. 9-44.

(9) Las ISP98 constituyen un juego de normas que, pretendidamente extraídas de la realidad del tráfico de las *standbys*, se presentan como especialmente adecuadas para regular estos instrumentos. Sobre ellas, *vid.* PERALES VISCASILLAS, «La carta de crédito contingente», *RDBB*, núm. 85, 2002, pp. 7-121 y BYRNE, *The official commentary on the International Standby Practices*, Montgomery Village, Maryland (EE.UU.), 1998; ELLINGER/NEO, *The law and practice of documentary letters of credit*, cit., pp. 338-345.

(10) Sobre el proceso de revisión de las URDG, *cfr.* AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees. URDG 758*, París, 2011, pp. 22-24.

(11) Especialmente cuando tal ausencia o insuficiencia de regulación contrastaba fuertemente con el contenido —más completo y preciso— de las RUU-600, texto al que pretendían acercarse las URDG en cuanto a sistemática y técnica normativa.

te, carácter documentario...) dedicaremos el apartado II de este trabajo (lo que no nos impedirá hacer oportuna referencia a las cuestiones —no esenciales, según se ha apuntado— en que se han producido alteraciones). De los segundos (es decir, de los particulares que sufren cambios notables) nos ocuparemos más adelante en el apartado III, en cuyo desarrollo se prestará especial atención, entre otros asuntos, al tratamiento de las condiciones no documentarias (*infra*, III.2), al régimen de la transferencia de la garantía (*infra*, III.3) y a la renovada disciplina de la presentación, el examen y el rechazo o la atención del requerimiento de pago (*infra*, III.4).

II. LOS PRINCIPIOS BÁSICOS QUE SE MANTIENEN EN LA REVISIÓN 2010 DE LAS URDG

Como se acaba de advertir, la revisión de 2010 de las URDG conserva mucho de lo fundamental de la versión primitiva de 1992. Y ello tanto en lo que se refiere a la naturaleza de las propias Reglas como a las características básicas de la figura de garantía de la que se ocupan.

Las URDG 758 siguen presentándose, por tanto, como un conjunto de normas contractuales que regulan garantías independientes, de carácter documentario y de ámbito internacional. Precisamente las notas enunciadas (*contractualidad, independencia, carácter documentario e internacionalidad*) nos servirán de guía en la exposición de los aspectos básicos de la materia.

Naturalmente, lo dicho no significa que no se hayan introducido en algunos puntos novedades o cambios que, sin alteración de las mencionadas características esenciales, pretenden actualizar, precisar o completar la reglamentación de las URDG-458. Así ha sucedido, por ejemplo, en relación con la determinación de los casos en que serán de aplicación las Reglas, con la mejor formulación del concepto de independencia, con la más adecuada regulación de las contragarantías y con el reforzamiento del carácter documentario de la garantía. A todas estas cuestiones haremos referencia en los lugares oportunos en los subapartados que siguen.

1. Contractualidad

Las URDG-758 no constituyen un cuerpo de normas legales o reglamentarias. Ni, por supuesto, tienen la naturaleza de un tratado internacional. Tampoco parece que pueda decirse —al menos en la mayoría de jurisdicciones— que hayan alcanzado el rango de costumbre⁽¹²⁾. Antes bien, forman un conjunto de reglas cuya fuerza de

(12) Cfr. STS de 4 de diciembre de 2009 (RJ 2010/271). De hecho, ni siquiera puede atribuírseles este carácter con plena seguridad a las Reglas de la CCI más difundidas, como son las relativas a los créditos documentarios (cfr. para esta discusión, entre otros muchos, ALONSO UREBA, «Naturaleza y régimen del crédito documentario», en *Contratos bancarios*, Madrid, 1992, pp. 448-449; FERNÁNDEZ ARMESTO, «Créditos documentarios con banco notificador y reglas y usos uniformes», en *Comentarios a jurisprudencia de Derecho bancario y cambiario* [coord. Sánchez Calero y Sánchez-Calero Guilarte], I, Madrid, 1993, pp. 584-589; GUERRERO LEBRÓN, «La naturaleza de las Reglas y Usos

obligar se encuentra condicionada a que los particulares se someten a ellas integrándolas en la reglamentación convencional que les une. Las URDG sólo vinculan a las partes cuando y en la medida en que éstas lo hayan querido, es decir, en la medida en que recaiga un eficaz consentimiento contractual. En este sentido constituyen derecho convencional⁽¹³⁾.

Tal idea viene expresada en el artículo 1.a URDG, según el cual las Reglas son de aplicación a toda garantía o contragarantía⁽¹⁴⁾ a primer requerimiento que indique expresamente que está sujeta a ellas⁽¹⁵⁾. A pesar del tenor del precepto citado, nada parece impedir que las URDG resulten también aplicables, siempre de acuerdo con la ley aplicable, cuando la sumisión se haya puesto de manifiesto en otros documentos distintos e incluso cuando, aun en ausencia de un pronunciamiento expreso, se concluya que fue voluntad de las partes someterse a ellas.

Por excepción a la literalidad de la mencionada regla del artículo 1.a, cuando a petición de un contragarante se emita una garantía sujeta a las URDG, la contragarantía correspondiente quedará también sujeta a dichas Reglas, salvo que esta consecuencia se haya excluido expresamente (art. 1.b)⁽¹⁶⁾. Obsérvese que la norma no supone que las URDG se apliquen sin el consentimiento de las partes implicadas; su alcance excepcional se limita al hecho de que las Reglas se entienden aplicables aunque no haya existido remisión *expresa*. Se considera que si el contragarante solicita la emisión de una garantía sometida a las URDG —de tal forma que el garante quede sujeto a ellas— debe asumirse como regla interpretativa que, salvo estipulación en contra, también aquél ha querido sujetarse a ellas porque, en otro caso, se produciría una «asimetría» no justificable entre la posición del garante y la del contragarante. No hace falta decir que esta regla esta basada en un plausible entendimiento de la presumible

Uniformes relativos a los créditos documentarios», *Derecho de los Negocios*, octubre 2000, pp. 21-34; DÍAZ MORENO, «Comentario a la STS de 16 de mayo de 1996», *CCJC*, núm. 42, 1996, pp. 1055-1056; MARIMÓN, *El crédito documentario irrevocable: configuración jurídica y funcionamiento*, Valencia, 2001, pp. 78-106, y «Naturaleza de las Reglas y Usos Uniformes para los créditos documentarios de la CCI», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 1998, núm. 27, pp. 271-294; en jurisprudencia, últimamente, *vid.* STS de 15 de junio de 2011). Otra cosa es que, en ciertas jurisdicciones, pueda llegar a considerarse que alguna concreta regla posee naturaleza consuetudinaria.

(13) De hecho, estrictamente hablando las URDG no son reglas contractuales. Sólo merecerán tal consideración cuando sean efectiva y concretamente incorporadas por las partes (y sólo en la medida en que lo sean) a su reglamentación contractual. Por sí mismas sólo constituyen un conjunto previamente redactado de potenciales normas puesto a disposición de las partes para que éstas se sometan a ellas si lo tienen por conveniente.

(14) A las contragarantías nos referiremos con algún detenimiento más adelante en el texto, *vid. infra* II.2.B.

(15) La eficacia de esta remisión a las URDG —que comporta su incorporación a la reglamentación convencional que vincula a las partes— no está supeditada al respeto de una forma especial (AFFA-KI/GOODE, *Guide*, cit., p. 33).

(16) La recíproca no es cierta: una garantía a primera demanda no estará sometida a las URDG por el mero hecho de que lo esté una contragarantía vinculada con ella (art. 1.b —segundo inciso— URDG).

voluntad de las partes pero que su eficacia normativa es muy discutible: si lo que se debate es, precisamente, si la contragarantía está o no sometida a las URDG, no puede acudir justo a ellas para resolver el problema. De hecho, no parece ni siquiera necesario excluir expresamente su aplicación para poder afirmar su no aplicabilidad. Cuestión distinta es que los tribunales puedan llegar razonablemente a la conclusión de que, a la vista del conjunto de circunstancias concurrentes, el hecho de reclamar la emisión de la garantía con sujeción a las URDG permite inferir la voluntad del contragarante de someterse también a dichas Reglas.

En consonancia con su naturaleza, el propio artículo 1.a URDG prevé en su segundo inciso que, una vez reclamadas o invocadas por las partes, las Reglas resultan vinculantes para todas las partes, «salvo en lo que la garantía o contragarantía a primer requerimiento modifique o excluya». Ello significa admitir —como no podía ser de otra forma— que las partes pueden incorporar y someterse a todas y cada una de las Reglas o sólo a parte de ellas. Y, en ambos casos, pueden añadir nuevas normas que las modifiquen, maten o complementen. Naturalmente, la posibilidad de que las partes excluyan la aplicación de determinados extremos de las URDG (o añadan nuevas previsiones) mientras se someten a otros impide asegurar la perfecta congruencia y funcionalidad interna del conjunto normativo así creado⁽¹⁷⁾. Pero el riesgo de que esto ocurra —el cual, por otra parte, no es ni mucho menos exclusivo del sector de las garantías— constituye el obvio precio de la libertad contractual.

Naturalmente, la exclusión de la aplicabilidad de alguna de las Reglas puede ser el resultado de una declaración explícita; pero puede también producirse implícitamente como consecuencia de la inclusión de alguna disposición que la contradiga. Esto constituye una importante diferencia con respecto a las URDG-458, cuyo artículo 1 exigía que la exclusión de alguna de las Reglas constara en el texto de la garantía de manera expresa (lo que, como es evidente, suscitaba no pocas dudas cuando, de hecho, se incluían en la garantía previsiones no compatibles con las Reglas). Ha de advertirse, no obstante, que el artículo 15.c URDG establece una norma particular: la exclusión de la necesidad de la «declaración de soporte» (*supporting statement*) prevista en los apartados (a) y (b) del propio precepto ha de hacerse de forma expresa⁽¹⁸⁾.

(17) El problema se plantea en términos críticos cuando, a pesar de contener una remisión expresa a las URDG, el texto de la garantía contiene estipulaciones que desmienten su carácter independiente convirtiéndola en una garantía accesoria.

(18) Conviene recordar que, con arreglo a los apartados (a) y (b) del artículo 15 URDG (*vid. infra*, II.3 y III.4.A), cualquier reclamación efectuada al amparo de una garantía debe ir acompañada de una declaración del beneficiario indicando en qué aspecto el ordenante ha incumplido sus obligaciones de acuerdo con la relación subyacente (*statement of breach*); y que cualquier requerimiento realizado con base en una contragarantía ha de ir acompañado de una declaración de la persona en cuyo favor se emitió tal contragarantía en la que se señale que se ha recibido una reclamación conforme en virtud de la garantía emitida por ella (*statement of receipt of a complying demand under the guarantee*). Pues bien, el apartado (c) del referido artículo 15 URDG pretende evitar que la no exigencia de una «declaración de soporte» en el texto de la garantía pueda ser entendida, sin más, como una exclusión de su necesidad.

También en relación con la naturaleza de las URDG conviene detenerse un momento para comentar el contenido del artículo 1.d, según el cual «*cuando una garantía o contragarantía a primer requerimiento emitida a partir del 1 de julio de 2010 indique que está sujeta a las URDG, sin especificar si se aplica la versión de 1992 o la revisión de 2010 o sin indicar el número de publicación, la garantía o contragarantía a primer requerimiento estará sujeta a la revisión de 2010 de las URDG*». Los redactores de las Reglas pretenden de esta forma resolver el problema que se plantea cuando la garantía (o la contragarantía) no especifica a cuál de las dos versiones de las URDG queda sujeta. Pero la solución adoptada no deja de suscitar serios reparos. Porque, sin perjuicio de reconocer que una interpretación razonable del texto de la garantía probablemente debería llevar a esta conclusión en la generalidad de los casos (parece lógico suponer que las partes habrán querido remitirse a la última versión publicada), lo cierto es que las URDG-758 no pueden imponer semejante norma porque ello implicaría dar por cierto lo que ha de demostrarse (entre otras cosas porque podría acreditarse que la verdadera intención de las partes fue someterse a la URDG-458). En todo caso, queda claro que la denominada fecha de «entrada en vigor» de las Reglas (véase la *Presentación* que las precede) no es tal: semejante concepto no es compatible con su naturaleza ya que las URDG sólo adquieren verdadera fuerza de obligar cuando son invocadas por las partes, y esto puede suceder en cualquier momento con respecto a cualquiera de las versiones publicadas. La virtualidad de esa sedicente «fecha de entrada en vigor» queda reducida, entonces y en todo caso, a proporcionar un dato de relevancia hermenéutica.

2. Independencia (de las garantías y de las contragarantías)

A) *La noción de independencia*

Las URDG están pensadas para ser aplicadas a las llamadas garantías autónomas o independientes. ¿Qué significado ha de atribuirse a la noción de «independencia» en este contexto? En rigor, los adjetivos «independiente» y «autónoma», en cuanto referidos a una garantía, adquieren pleno sentido cuando se confrontan con las características del régimen tradicional de las garantías personales y, en especial, de la fianza. En efecto, la obligación del fiador es típicamente «accesoria» lo que quiere decir —entre otras cosas— que la fianza no puede existir si la obligación garantizada no es válida (art. 1824 CC), que el fiador no puede obligarse a más que el deudor principal (art. 1826 CC) y que puede oponer al acreedor las excepciones inherentes a la obligación garantizada (art. 1853 CC), que la fianza se extingue al extinguirse la obligación subyacente (art. 1847 CC) y que se transmite junto con el crédito al que sirve de garantía (arts. 1212 y 1528 CC).

Por el contrario, a los efectos que ahora interesan, *independencia* significa ruptura o desintegración del vínculo jurídico existente entre la obligación del garante y la del deudor principal. Naturalmente se trata de una desconexión o autonomía jurídico-formal, no económica o funcional (la obligación principal constituye la causa o *razón de ser* de la emisión de la garantía). Autonomía que se traduce en que, ni las vicisitudes ocasionadas en la relación de valor —que vincula al deudor ordenante de la garantía

con el acreedor beneficiario de ella—, ni las originadas en la relación de cobertura⁽¹⁹⁾ —entablada entre el garante y el deudor— influirán sobre el desenvolvimiento de la obligación de garantía. Así pues, el garante ha de satisfacer su obligación sin demora ni entorpecimiento alguno una vez que se cumplan los requisitos y condiciones fijados al respecto en la propia declaración de garantía. En suma: la obligación del garante se define y configura en función de los términos de su propio compromiso, sin quedar supeditada a la evolución o circunstancias de otras relaciones.

Probablemente la consecuencia más relevante de la independencia de la obligación del garante radique en la *inoponibilidad* frente al beneficiario tanto de las excepciones derivadas de la relación subyacente de valor (por ejemplo, el exacto cumplimiento de la obligación garantizada o el incumplimiento o defectuoso cumplimiento de la recíproca), como de las derivadas de la relación de provisión de fondos (impago de la comisión que corresponde al garante, insolvencia del ordenante...). Por tanto, el emisor *únicamente* podrá hacer valer frente al beneficiario aquellas excepciones que deriven de las relaciones que le vinculen directamente con este último. Lo que incluye las excepciones fundadas en la relación originada con la propia emisión de la garantía⁽²⁰⁾ y, también, aquellas excepciones basadas en otros negocios u operaciones que vinculen a garante y beneficiario pero que sean extraños a la misma relación de garantía⁽²¹⁾. En otras palabras: el garante ha de hacer frente a su compromiso independientemente de que su principal le haya o no provisto de fondos, de que hayan cambiado las condiciones de solvencia o seriedad de su cliente o de otras circunstancias de similar significado. Igualmente, habrá de cumplir con su obligación frente al beneficiario cuando éste presente una reclamación acorde con los términos de la garantía emitida, aunque no haya quedado demostrado que el deudor ha incumplido, o que el incumpli-

(19) Sobre la naturaleza y el régimen de esta relación de provisión de fondos, de los que las URDG no se ocupan, cfr., ESPIGARES, *La garantía «a primer requerimiento»*, cit., pp. 317-320; BUSTO LAGO, *Las garantías personales atípicas en el ordenamiento jurídico español: configuración jurídica de las garantías «a primer requerimiento» y autónomas*, Thomson-Aranzadi, Navarra, 2006, pp. 199-219 y, últimamente, «Contrato de garantía a primer requerimiento», en BERCOVITZ, R. (dir.), *Tratado de contratos*, IV, Valencia, 2009, pp. 4126-4132.

(20) Sobre las excepciones que derivan de la propia relación de garantía, cfr. ESPIGARES, *La garantía «a primer requerimiento»*, cit., pp. 220-234; CARRASCO, «Garantías a primer requerimiento», en CARRASCO/CORDERO/MARÍN, *Tratado de los derechos de garantía*, I, 2.^a ed., Navarra, 2008, pp. 516, 532.

(21) Una de las cuestiones más debatidas en este terreno es la oponibilidad de la excepción de compensación por parte del garante. Aunque la materia se presta a opiniones diversas, cabe asumir como razonable la solución recogida en el artículo 18 de la Convención de Nueva York: el garante podrá hacer valer la compensación frente a la reclamación del beneficiario siempre que el crédito compensable no le haya sido cedido por el ordenante o por la parte instructora. Y es que sin esta limitación podría defraudarse el carácter independiente de la obligación del garante en la medida en que las vicisitudes de la relación subyacente terminarían por aflorar en el ámbito de la garantía (*vid.* DÍAZ MORENO, «Nota introductoria...», cit., pp. 1044-1045). Quedaría a salvo la posibilidad de alegar la situación de compensación con un crédito del ordenante cuando la reclamación se manifestara, precisamente por la existencia de tal situación, como manifiestamente abusiva o fraudulenta (BERTRAMS, *Bank Guarantees in International Trade*, Deventer-Boston, 1993, pp. 270-271).

miento le fue imputable o que, por su parte, el beneficiario ha cumplido con lo que le incumbe. No obstante, y como es natural, queda a salvo la oponibilidad de la *exceptio doli*⁽²²⁾, de modo que, en caso de que el pago de la garantía sea reclamado de manera abusiva, se restablece el vínculo de accesoriadad entre la obligación del garante y la garantizada y aquél estará autorizado a no pagar⁽²³⁾.

(22) Las reclamaciones fraudulentas no son materia regulada por las URDG ya que se considera que su naturaleza contractual lo impide. Sin embargo, constituyen una cuestión abordada con cierto detenimiento por el artículo 19 de la Convención de Nueva York de 1995. Específicamente sobre el régimen de la Convención, cfr. DÍAZ MORENO, «Nota introductoria...», cit., pp. 1059-1063; con un enfoque más general, BUSTO LAGO, *Las garantías personales*, cit., pp. 232-252 y «Contrato de garantía...», cit., pp. 4138-4140; MARIMÓN, «La garantía independiente o a primer requerimiento», en CUÑAT y BALLARÍN (dirs.), *Estudios sobre jurisprudencia bancaria*, 2.^a ed., Navarra, 2002, pp. 511-517; CARRASCO, «Garantías a primer requerimiento», cit., p. 538; y, sobre todo, ESPIGARES, *La garantía «a primer requerimiento»*, cit., en especial la «segunda parte» de la obra (pp. 210-403).

(23) Hay que recordar que la independencia de la garantía no abre la puerta a la consolidación de enriquecimientos injustos. Antes al contrario, suponiendo una ejecución injustificada de aquélla, siempre podrá el deudor principal hacer valer sus derechos contra el beneficiario para reclamar de éste lo que, con arreglo a la relación subyacente, hubiera cobrado de forma indebida (BUSTO LAGO, *Las garantías personales*, cit., pp. 197-198 y «Contrato de garantía...», cit., p. 4125, considera que al ordenante le corresponde propiamente una *condictio indebiti*; por su parte, de «acción autónoma de enriquecimiento» habla CARRASCO, «Garantías a primer requerimiento», cit., p. 534). Ahora bien: el carácter independiente sí implica que, como regla general, el ejercicio de la acción de repetición de lo indebidamente percibido (de acuerdo a la relación subyacente) no corresponde al garante, pues lo contrario supondría, a fin de cuentas, una elusión indirecta de la prohibición de oponer excepciones derivadas de la relación de valor (con una óptica diferente, mantiene CARRASCO —«Garantías a primer requerimiento», cit., pp. 535-536— que el garante que paga cuando no se ha producido el incumplimiento de la obligación subyacente goza de una acción de regreso frente al beneficiario que cobró indebidamente).

Excepcionalmente, sin embargo, el garante que hubiera contraído un compromiso autónomo respecto al del deudor principal podrá reclamar del beneficiario lo indebidamente cobrado por éste. Se trata de aquellos supuestos en los que, precisamente, el garante carece del derecho a reembolsarse del ordenante de la garantía (circunstancia que no puede considerarse concurrente por el mero hecho de que la parte instructora sea insolvente; *vid.*, sin embargo, BUSTO LAGO, «Contrato de garantía...», cit., p. 4131). Así sucederá si pagó ante una reclamación manifiestamente abusiva. También, en principio (pero véase lo dicho más adelante), si pagó sin respetar los propios términos de la garantía, desconociendo, de este modo, las instrucciones del deudor (por ejemplo, si los documentos presentados no eran *prima facie* los requeridos por la garantía o si se presentaron fuera de plazo) (DÍAZ MORENO, «Acerca de la transmisibilidad de las fianzas y garantías a primer requerimiento», *RdP*, núm. 14, 2005, pp. 294-295; ESPIGARES, *La garantía «a primer requerimiento»*, cit., pp. 321-327). Sin embargo, en el caso concreto de las garantías sometidas a las URDG-758, el reconocimiento de la «preclusion rule» (*vid. infra* III.4.D) obliga a matizar esta última afirmación. En efecto, al incorporar las URDG-758 a la garantía, las partes convienen en que si el garante no notifica al beneficiario todos los motivos de falta de conformidad de su reclamación (incluso por error) perderá la oportunidad de esgrimirlos más tarde. Se trata así de asegurar que el beneficiario contará con la posibilidad de realizar un nuevo requerimiento mientras esté en tiempo hábil y, por tanto, de asegurar que tendrá la ocasión de subsanar los defectos o insuficiencias de la primera presentación. Pues bien, lo anterior implica que el garante, de la misma forma que no puede hacer valer las discrepancias no comunicadas tempestivamente, tampoco podrá reclamar lo pagado a pesar de existir discrepancias que no fueron notificadas porque ello supondría privar de eficacia a la regla de preclusión (AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 131). Todo ello sin perjuicio de recordar que, a la luz del principio de «separabilidad» o independencia de las reclamaciones de pago (*vid. infra*, III.4.A y III.4.D) tratándose de requerimientos sucesivos, el pago de uno que no sea conforme no implica una renuncia a que los posteriores sí lo sean (art. 18.b URDG).

Esta configuración se hace presente en el artículo 5.a URDG, el cual dispone lo siguiente: «*La garantía es por su naturaleza independiente de la relación subyacente y de la solicitud, y el garante no está afectado ni vinculado en forma alguna por dicha relación. Una referencia en la garantía a la relación subyacente con el propósito de identificarla no altera la naturaleza independiente de la garantía*»⁽²⁴⁾. *El compromiso de un garante de pagar en virtud de la garantía no está sujeto a reclamaciones o excepciones derivadas de una relación distinta de la existente entre el garante y el beneficiario*»⁽²⁵⁾.

Dicha fundamental regla se ve completada por el artículo 12 URDG. En efecto, este precepto, equivalente al artículo 16 de la versión de las Reglas de 1992, establece que el «*garante únicamente está obligado frente al beneficiario, en primer lugar por los términos y condiciones de la garantía, y en segundo lugar por estas reglas en la medida en que no contradigan dichos términos y condiciones, y hasta el importe de la garantía*». Se expresa de esta manera un principio que podemos denominar de «litera- lidad» de la garantía (*four-corner rule*) y que resulta perfectamente coherente con el carácter independiente de la obligación del garante: su alcance y contenido se determi- nará en función del contenido del documento de garantía (lo cual incluye —por remi- sión— el de las URDG) y no en virtud del contenido de las relaciones subyacentes⁽²⁶⁾.

La formulación del principio de independencia de la revisión 2010 de las Reglas es manifiestamente mejor, desde el punto de vista técnico, que la recogida en el artícu- lo 2.1 de la versión de 1992. Pero el significado último de las normas es el mismo. Y, en ambos casos, debe recordarse que una garantía independiente no lo es por el mero hecho de portar la cláusula «a primer requerimiento», «a primera demanda» u otra similar⁽²⁷⁾, ni deja de serlo por no incluir expresiones de ese tipo. De hecho, el artículo

(24) La referencia en la garantía a la relación subyacente es absolutamente coherente con la naturaleza de la obligación del garante y perfectamente compatible con su carácter independiente (cfr. BUSTO LAGO, *Las garantías personales*, cit., pp. 142-149 y «Contrato de garantía a primer requeri- miento...», cit., p. 4105).

(25) Para las contragarantías rigen principios análogos (*vid. infra* en el texto II.2.B).

(26) Cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 276-277.

(27) La cuestión es que la inclusión en una garantía de una estipulación de pago «a primer requerimiento» (o «a primera solicitud») no resulta en sí misma y sin más suficiente para considerar que la obligación del garante resulta autónoma con respecto a la obligación subyacente (cfr., entre otros, ALCALÁ DÍAZ, «Garantías bancarias a primera demanda», en *Derecho del mercado financiero*, II-2.º, Madrid, 1994, p. 250; CAMACHO, «Interpretación de las cláusulas ‘a primera demanda’ en los contra- tos mercantiles», *RDBB*, 1994, núm. 54, p. 403; INFANTE RUIZ, *Las garantías personales y su causa*, Valencia, 2004, p. 557; DÍAZ MORENO, «Acerca de la transmisibilidad de las fianzas y garantías a primer requerimiento», cit., p. 293; BUSTO LAGO, «Contrato de garantía a primer requerimiento», cit., p. 4099; CARRASCO, «Garantías a primer requerimiento», cit., p. 531). La inoponibilidad de excepcio- nes derivadas de la relación subyacente no es, en otras palabras, una consecuencia inmediata y típica del uso de una fórmula o expresión concreta. Y es que la garantía puede incluir cláusulas o estipulaciones que permitan dudar del verdadero alcance y del significado que las partes han querido atribuir a la fórmula «a primera solicitud» y que, por tanto, impidan concluir que tiene carácter independiente. Ello

2 URDG-758 define la garantía a primer requerimiento simplemente como «*cualquier compromiso firmado, como quiera que se denomine o describa, que disponga el pago contra la presentación de un requerimiento conforme*», sin exigir que se exprese sacramentalmente su carácter de pagadera «a primera solicitud». Tampoco el artículo 8 URDG-758 —el cual enumera las menciones que *deberían* especificar las garantías— señala que sea preciso incluir una fórmula como las antes citadas⁽²⁸⁾.

B) La independencia de las contragarantías

En su versión más simple, las garantías se construyen sobre una base de relaciones «triangular»⁽²⁹⁾, de suerte que participan formalmente tres sujetos operando de la siguiente manera: la parte ordenante o instructora⁽³⁰⁾ requiere al garante⁽³¹⁾ para que emita la garantía a favor del beneficiario.

sin perjuicio de reconocer que cuando una garantía personal se pacta bajo la modalidad «a primera demanda» se cuenta con un índice muy significativo acerca de la voluntad de configurarla como independiente, de tal forma que comportará normalmente esta calificación en la medida en que tal estipulación no se vea contradicha o corregida por otras previsiones de la garantía: cfr. DÍAZ MORENO, «Las garantías a primer requerimiento en la jurisprudencia del Tribunal Supremo», en *Est. Verdadera*, I, Madrid, 1994, p. 644; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *El contrato autónomo de garantía. Las garantías a primera demanda*, Madrid, 1995, p. 107; MORALEJO MENÉNDEZ, «Accesoriedad y subsidiariedad en las garantías a primer requerimiento», *RDM*, núm. 240, 2001, p. 694; INFANTE RUIZ, *Las garantías personales*, cit., p. 567 y «Crónica jurisprudencial sobre el contrato autónomo de garantía (a propósito de dos recientes sentencias del Tribunal Supremo)», *RdP*, núm. 6, 2001, p. 452; BUSTO LAGO, «Contrato de garantía a primer requerimiento», cit., pp. 4102-4103; MARIMÓN, «La garantía independiente o a primer requerimiento», cit., p. 509.

⁽²⁸⁾ Una garantía puede perfectamente configurarse como autónoma o independiente sin que en ella conste una cláusula de pago «a primer requerimiento»: lo determinante es la voluntad de renunciar a oponer excepciones basadas en la relación subyacente.

⁽²⁹⁾ Con gran plasticidad se habla a veces en los textos anglosajones más prácticos de *three-party guarantees*.

⁽³⁰⁾ Según el artículo 2 URDG, la «parte instructora» (*instructing party*) es aquella parte, distinta del contragarante, que da instrucciones para emitir una garantía o una contragarantía y que es responsable de indemnizar (de reembolsar) al garante (o al contragarante, en caso de emisión de una contragarantía). Debe observarse que la parte instructora no coincide necesariamente con el ordenante o solicitante (*applicant*), que es el obligado en la relación subyacente amparada por la garantía (art. 2). En tales hipótesis de falta de coincidencia las relaciones subyacentes vinculan al garante con la parte instructora, a ésta con el ordenante y a éste con el beneficiario. Obsérvese, además, que en tanto la garantía no ha sido aún emitida las reglas eluden utilizar el término «parte ordenante» o «instructora» para referirse a la parte de la que el garante recibió las instrucciones (cfr. art. 9 URDG).

⁽³¹⁾ El garante (quien, salvo que la ley aplicable lo exija, no tiene que ser un banco —piénsese en las garantías emitidas por las matrices a favor de sus filiales—) puede actuar por cuenta propia (art. 2 URDG), con lo cual estaríamos ante una *two-party guarantee*. Así sucede cuando una sucursal de un banco emite una garantía para cubrir la responsabilidad de otra sucursal del mismo banco o, más en general, cuando el propio deudor emite un instrumento sometido a las URDG para reforzar un compromiso previo mediante la creación de una obligación distinta de la subyacente (y pretendidamente autónoma con respecto a ésta). Es dudoso que desde la ortodoxia pueda considerarse que en tales supuestos existe propiamente una «garantía personal», puesto que no se garantiza la deuda ajena ni se amplía subjetivamente el ámbito de responsabilidad patrimonial. Por lo demás, frecuentemente se afirma que

Ahora bien, la práctica internacional demuestra que, en claro paralelismo con lo que sucede en materia de créditos documentarios, resulta extraordinariamente frecuente la intervención de otros sujetos en el nacimiento y desenvolvimiento de las garantías a primer requerimiento. En ocasiones esta participación se produce, como veremos más adelante⁽³²⁾, con el limitado objeto de «avisar» la garantía (art. 10 URDG). Pero en otros casos adquiere una mayor relevancia o significación. Así sucede cuando se emiten las llamadas «garantías indirectas» (*four-party guarantees*).

En efecto, no es raro que las condiciones impuestas (o propuestas) por el beneficiario (importador o dueño de la obra en el contrato subyacente) contemplan la emisión de la garantía por un banco o entidad de su propio país. Es evidente que de esta forma el beneficiario pretende eliminar los riesgos y costes inherentes a la eventual presentación de una reclamación contra el garante en una jurisdicción distinta a la propia. Pues bien, en tales hipótesis el banco del ordenante (o de la «parte instructora», si ésta es diferente) suele entrar en contacto con otro del país donde el beneficiario se encuentra establecido al objeto de que este segundo banco emita efectivamente la garantía en los términos acordados. Esta estructura se denomina en ocasiones «garantía indirecta» por el hecho de que no la presta directamente el banco o entidad del ordenante, sino que se constituye mediante la intervención de una segunda entidad. Obsérvese que como consecuencia de este expediente la «parte instructora» no lo es de la garantía y su obligación es la de reembolsar al contragarante, no al garante.

Pues bien, aunque ello no resulta necesario, muy frecuentemente el primer banco emite a su vez una garantía (contragarantía) a favor del segundo banco (emisor de la garantía «directa» y beneficiario de la contragarantía) que será pagada cuando éste formule una reclamación conforme con los términos de la contragarantía. Debe notarse que la contragarantía no cubre al garante contra el riesgo de que la «parte instructora» no le reembolse, puesto que ninguna relación vincula a ésta con aquél, de tal suerte que nada pueden reclamarse recíprocamente⁽³³⁾. De hecho, estrictamente hablando la contragarantía no asegura una obligación subyacente de un tercer sujeto (no hay relación contractual alguna entre el beneficiario/garante y el ordenante o la parte instructora).

esta práctica refuerza la posición del beneficiario en cuanto que, al suponer la constitución de un compromiso independiente, no le resulta posible al garante/deudor oponer excepciones derivadas de la relación subyacente o causal (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 12, 55). Sin embargo, resulta difícil de determinar (especialmente dado el general reconocimiento de la posibilidad de oponer la *exceptio doli*) si, y en qué medida, el garante/ordenante se vería realmente privado de la posibilidad de oponer excepciones «causales» frente al beneficiario. Hasta el punto de que cabría pensar que un resultado semejante podría alcanzarse —sin desnaturalizar la institución— mediante la emisión de títulos-valores (por ejemplo, de pagarés cambiarios), sin perjuicio de advertir de las claras diferencias existentes, porque las garantías sometidas a las URDG no están naturalmente destinadas a la circulación (*vid. infra* III.3).

(32) *Vid., infra*, nota 52.

(33) Cfr. CARRASCO, «Garantías a primer requerimiento», cit., p. 544; BERTRAMS, *Bank Guarantees*, cit., p. 94. Resulta en este punto algo confusa la exposición de BUSTO LAGO (*Las garantías personales*, cit., p. 278 y «Contrato de garantía...», cit., pp. 4150-4151), quien parece dar a entender que sólo hay verdadera garantía indirecta cuando exista un vínculo obligacional entre el ordenante y el garante de primer grado.

ra): trata simplemente de reforzar el derecho de crédito de regreso que el garante ostenta contra el contragarante.

Desde luego, nada impide que la «parte instructora» garantice su obligación de reembolso al garante mediante una garantía independiente. De esta forma habría una «segunda garantía» que tendría como beneficiario al emisor de la primera garantía (que, a su vez, tendría como beneficiario al acreedor en la relación subyacente). Pero esto no constituiría una contragarantía en el sentido de las URDG y de la práctica internacional. En efecto, nótese la diferencia entre ambas situaciones: cuando el garante formula una reclamación en virtud de una contragarantía no realiza una declaración indicando que la parte instructora no ha cumplido su obligación de reembolso (como sería preceptivo —salvo que se hubiera excluido de forma expresa la necesidad de tal declaración— de acuerdo con el artículo 15.a URDG si se tratara simplemente de una garantía de la obligación de reembolso de la parte instructora al garante). Antes bien, en lugar de un *statement of breach*, la declaración de apoyo en el caso de las contragarantías se limita a afirmar que el garante ha recibido una reclamación conforme con arreglo a la garantía (art. 15.b URDG). En suma, las contragarantías suponen una instrumentación de la obligación de reembolso del contragarante⁽³⁴⁾ y no una garantía de reembolso de la obligación de la parte instructora⁽³⁵⁾. O, si se prefiere verlo de otra manera: en las contragarantías hay una operación en la que intervienen cuatro sujetos, mientras que en la otra situación descrita hay dos garantías directas (de «tres partes»), ambas con la misma parte instructora y cada una con su propio beneficiario y con su propio garante.

Para las contragarantías rigen principios análogos a los ya expuestos en relación con las garantías: *«La contragarantía es por su naturaleza independiente de la garantía, de la relación subyacente, de la solicitud y de cualquier otra contragarantía⁽³⁶⁾ con la que esté relacionada, y el contragarante no está afectado ni vinculado en forma alguna por dicha relación. Una referencia en la contragarantía a la relación subyacente con el propósito de identificarla no altera la naturaleza independiente de la contragarantía. El compromiso de un contragarante de pagar en virtud de la contragarantía no está sujeto a reclamaciones o excepciones derivadas de una relación*

(34) Que, en términos sustanciales, para el garante, es su «parte instructora». No obstante, formalmente el artículo 2 URDG excluye expresamente del concepto de «parte instructora» al contragarante. La razón es evitar confusiones: si no se hubiera hecho así, en las situaciones de emisión de contragarantías habría que referirse a dos partes instructoras.

(35) En virtud de la contragarantía el contragarante se compromete a pagar su deuda de reembolso a primer requerimiento del garante directo: CARRASCO, «Garantías a primer requerimiento», cit., p. 545.

(36) Téngase en cuenta que puede haber una «cadena de contragarantías» (*chain of counter-guarantees*) en la que una contragarantía es emitida, no a favor del garante, sino de otro contragarante. Recuérdese a este respecto que la definición de contragarantía se refiere al compromiso constituido a favor de un tercero «para obtener la emisión por esa otra parte de una garantía o de otra contragarantía» y que el contragarante es quien emite una contragarantía «a favor de un garante o de otro contragarante» (art. 2 URDG). Pues bien, en estos casos cada contragarantía es independiente de las demás contragarantías de la cadena.

distinta de la existente entre el contragarante y el garante o cualquier otro contragarante a quien se emita la contragarantía» (art. 5.b URDG)⁽³⁷⁾.

Obsérvese que una de las particularidades más llamativas de esta práctica radica en que el contragarante se compromete a pagar contra la reclamación del beneficiario/garante sin examinar por sí mismo los documentos aportados por el beneficiario de la garantía. Éste es uno de los extremos en los que se pone de manifiesto la independencia de la contragarantía: la obligación del contragarante ha de hacerse efectiva de acuerdo con los propios términos de su compromiso, sin prestar atención a si, de hecho, el pago de la garantía ha sido correctamente reclamado (o, simplemente, reclamado) o si el garante lo ha realizado de acuerdo con los términos de la garantía (o, incluso, si lo ha llegado a efectuar). Así pues, en la medida en que la reclamación del garante se ajuste a las condiciones establecidas en el texto de la contragarantía, el contragarante debe pagar sin entrar a determinar si, realmente, el garante ha pagado o ha recibido una reclamación de pago que deba atender. De hecho, tal y como se deduce del artículo 15.b URDG y se apuntó previamente, el beneficiario de la contragarantía no ha de acompañar a su reclamación una indicación acerca del incumplimiento de sus obligaciones por el ordenante («*statement of breach*») con quien, por lo demás, no le une ningún vínculo. Antes bien, debe aportar únicamente una declaración indicando que ha recibido un requerimiento conforme al amparo de la garantía⁽³⁸⁾. De este modo, salvo que la propia contragarantía establezca otra cosa, el contragarante no puede demorar el pago hasta comprobar que la reclamación presentada al garante es, en efecto, una reclamación conforme⁽³⁹⁾.

(37) En consecuencia, el contragarante no podrá negarse al pago de la contragarantía esgrimiendo excepciones derivadas de la relación subyacente (que el propio garante no pudo oponer al beneficiario), de la relación de provisión de fondos que le une con la parte instructora y de la relación de garantía. Si cabrá oponer, sin embargo, las originadas en la relación que une al contragarante con el garante (o con otro contragarante, en su caso). No obstante, en el caso de que la reclamación de la garantía hubiera sido abusiva, de forma que el garante no pudo ignorar tal circunstancia, el contragarante podrá hacer valer la *exceptio doli*. Cfr. CARRASCO, «Garantías a primer requerimiento», cit., p. 545; BUSTO LAGO, «Contrato de garantía...», cit., p. 4151-4152; ESPIGARES, *La garantía «a primer requerimiento»*, cit., pp. 368-369.

(38) O de la contragarantía emitida a su vez por quien presenta el requerimiento (en los casos de «cadenas» de garantías: cfr. nota 36).

(39) Aunque el artículo 15.b URDG no se refiere (al contrario que el art. 15.a) a otros documentos cuya presentación pueda ser necesaria de acuerdo con la contragarantía, es posible (aunque infrecuente) que ésta los exija (podría requerirse, por ejemplo, que el garante presentara una copia de la reclamación del beneficiario: cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 300). En todo caso, debe distinguirse esta circunstancia (en la que la contragarantía determina la necesidad de presentar documentos adicionales para que haya de ser hecha efectiva) del hecho de que el artículo 22 URDG prevea que el garante habrá de transmitir a la parte instructora o, en su caso, al contragarante, copia del requerimiento conforme y de cualquier otro documento relacionado. En efecto, debe notarse que este mismo artículo 22 precisa en su inciso final que ni el contragarante ni la parte instructora podrán retener el pago o el reembolso en espera de la remisión de documentos a que hace referencia.

Para terminar conviene formular una observación adicional: el expediente de las contragarantías no equivale a la práctica de la confirmación de las garantías. Esta última es propia especialmente de las *standby letters of credit* ⁽⁴⁰⁾ y supone la intervención de un segundo banco que añade su compromiso al del emisor. Aunque en cierta medida la «confirmación» responde a un interés del beneficiario similar al que justifica la emisión de las contragarantías (evitar el riesgo de litigar bajo leyes y ante tribunales extranjeros) da lugar a una estructura jurídica bien distinta; en efecto, debe tenerse en cuenta que cuando se produce una confirmación el beneficiario puede presentar su reclamación de pago tanto al garante como al «confirmador», estando ambos obligados en los mismos términos de la garantía confirmada. En la contragarantía, sin embargo y como ya sabemos, el beneficiario sólo puede reclamar el pago del garante, y nunca del contragarante cuya obligación, por otra parte, puede no coincidir, en su contenido, alcance y condiciones, con la del garante.

3. Carácter documentario

Ya se apuntó previamente (cfr. nota 27) que la inclusión de la cláusula «a primer requerimiento», «a primera demanda» u otra análoga es considerada en el tráfico internacional como índice de independencia de la garantía ⁽⁴¹⁾.

⁽⁴⁰⁾ Por ello se refieren a ellas la Convención de Nueva York de 1995 (art. 6.e) y las ISP (Regla 2.01.d: *vid.* PERALES VISCASILLAS, «La carta de crédito contingente», cit., pp. 55-58). Es rara, por el contrario, la utilización de este expediente en la práctica europea de las garantías bancarias (cfr. BERTRAMS, *Bank Guarantees*, cit., p. 14).

⁽⁴¹⁾ Se trata, obviamente, de una cuestión de interpretación de la voluntad de las partes (BUSTO LAGO, «Contrato de garantía...», cit., p. 4099). En todo caso, puede sostenerse que, en buen número de ocasiones, no será necesaria una renuncia *expresa* a la oponibilidad de las excepciones causales para poder considerar autónoma la obligación del garante de cumplir «a primera solicitud» (en contra, parece, MARIMÓN, «Insuficiencia de la cláusula de pago a primer requerimiento para configurar una garantía independiente», *RDM*, núm. 234, 1999, pp. 1790, 1793). De un lado, porque el tráfico económico actual —especialmente el internacional— viene atribuyendo precisamente tal significado a este tipo de cláusulas. Y, de otra parte, porque asumir el compromiso de pagar «a primer requerimiento» parece implicar que el obligado cumplirá tan pronto como le sea requerido el pago, sin entrar a analizar el fundamento material de la pretensión y, en consecuencia, sin oponer excepción alguna derivada de la relación que vincule al deudor y al beneficiario de la garantía.

Ahora bien, no puede dejar de notarse cómo es perfectamente posible que una garantía con cláusula de pago «a primera demanda» contenga otras estipulaciones o declaraciones que desdigan más o menos abiertamente su carácter autónomo, de tal manera que la necesaria interpretación conjunta de su texto conduzca a calificarla como accesorial (*vid. supra* nota 27). Nos encontraríamos entonces con una «fianza a primera demanda», diferente tanto de la «ordinaria» fianza como de las garantías propiamente independientes. Se hacen eco de esta distinción DÍAZ MORENO —«Acerca de la transmisibilidad de las fianzas y garantías a primer requerimiento», cit., p. 293-300 y, ya antes, en «Los trabajos de UNCTRAL en materia de garantías independientes internacionales», *RDM*, núm. 207, 1993, pp. 158-159—; CERDÁ OLMEDO —*Garantía independiente*, Granada, 1991, pp. 72-73—; INFANTE RUIZ —*Las garantías personales*, cit., pp. 568-576—; NÚÑEZ ZORRILLA —*La problemática actual de las denominadas garantías independientes o autónomas*, Madrid-Barcelona, 2001, pp. 39-40—; BUSTO LAGO —«Contrato de garantía...», cit., p. 4137—; MARIMÓN —«La garantía independiente o a primer

Sucede, sin embargo, que esa «primera solicitud» o ese «primer requerimiento» pueden quedar configurados en el texto de la garantía de diversas maneras. Y en relación con ello ha de señalarse que las URDG se refieren propiamente a garantías de carácter *documentario*, esto es, a garantías que son pagaderas contra la presentación de uno o varios documentos (los cuales normalmente evidencian, *prima facie*, que se ha producido el incumplimiento de la obligación subyacente garantizada)⁽⁴²⁾ ⁽⁴³⁾.

Debe recordarse que el artículo 2 URDG define una garantía como «*cualquier compromiso firmado, como quiera que se denomine o describa, que disponga el pago contra la presentación de un requerimiento conforme*» y que, por otro lado, el mismo precepto precisa que «requerimiento» significa un documento firmado por el beneficiario solicitando el pago de la garantía. A ello cabe añadir que el término «documento», que incluye los electrónicos, comprende no sólo el requerimiento en sentido estricto, sino también la «declaración de soporte» de la que se trata en el artículo 15 URDG. En coherencia con lo anterior, esta última regla dispone que la solicitud de pago debe ir acompañada de aquellos documentos que la garantía especifique y, en cualquier caso, de una declaración del beneficiario indicando en qué aspectos el ordenante ha incumplido las obligaciones asumidas en virtud de la relación subyacente (*supporting statement* bajo la forma de una *statement of breach*)⁽⁴⁴⁾. Y, por último,

requerimiento», cit., pp. 494-495—. Muy crítico con la referida distinción se ha mostrado CARRASCO —*Fianza, accesoriadad y contrato de garantía*, Madrid, 1992, pp. 243-244, «Las nuevas garantías personales: las cartas de patrocinio y las garantías a primer requerimiento», en *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, t. I, Madrid, 1996, pp. 722-725, y «Garantías a primer requerimiento», cit., pp. 513-514—; menos claramente se manifiesta sobre su admisibilidad ALCALÁ DÍAZ, «Garantías bancarias a primera demanda», cit., pp. 251-253. En jurisprudencia, la diferencia fue recogida en la STS de 28 de mayo de 2004.

(42) Aunque la naturaleza documentaria de una garantía se manifiesta en la necesidad de que la reclamación de pago vaya acompañada de ciertos documentos, lo cierto es que las URDG pretenden que también las condiciones de entrada en vigor, las de extinción y las de variación del importe de la garantía sean *documentarias*. De esta forma, en las garantías sometidas a las URDG, los hechos determinantes de la entrada en vigor, de la extinción, de la reducción del importe de la garantía y de la realización de su pago resultan acreditados —al menos formalmente— mediante documentos. Sobre la delicada cuestión del tratamiento reservado a las llamadas «condiciones no documentarias» nos detendremos posteriormente (III.2).

(43) A veces se afirma que son también garantías documentarias aquellas que establecen que el pago se producirá al simple requerimiento del beneficiario a menos que la parte instructora presente al garante ciertos documentos que evidencian el cumplimiento del contrato subyacente (BERTRAMS, *Bank Guarantees*, cit., p. 40). Sin embargo, esta calificación no parece del todo apropiada, al menos para las garantías que pretenden regular las URDG.

(44) Resulta así que, en ausencia de previsión contraria de las partes, las URDG configuran las garantías que regulan como «garantías a demanda motivada» (*guarantees on justified request*). Conviene advertir, en todo caso, que la necesidad de aportar una declaración del beneficiario especificando los términos del incumplimiento del negocio fundamental no compromete el carácter independiente de la garantía. En efecto, el garante debe limitar su actividad a examinar, basándose únicamente en los documentos presentados, si, *en apariencia*, la reclamación es conforme con la garantía (art. 19.a URDG), sin asumir responsabilidad alguna en lo que concierne a las declaraciones efectuadas en cualquier documento (art. 27 URDG) siempre que haya actuado de buena fe (art. 30 URDG). Por tanto, no entrará a verificar en ningún caso la exactitud o veracidad de la declaración del beneficiario (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 378-379).

preceptos como los referentes al examen por el garante de la solicitud presentada (art. 19 URDG), al plazo con el que cuenta para tal tarea (art. 20 URDG), a la transmisión de copias del requerimiento conforme (art. 22 URDG) o a la exoneración respecto a la eficacia de los documentos presentados (art. 27 URDG) sólo alcanzan pleno sentido si se parte de la idea de que la reclamación de pago irá acompañada de ciertos documentos previstos en el texto de la garantía.

Desde luego, es posible que las URDG-758 se apliquen a garantías «a simple demanda» (*simple written demand*), entendiendo por tales aquéllas en las que la única condición para requerir el pago es la presentación escrita de la reclamación⁽⁴⁵⁾. A este propósito cabe recordar que el otorgamiento de garantías *a simple demanda* responde usualmente a situaciones de desequilibrio, siendo propias de mercados en los que los beneficiarios imponen sus condiciones⁽⁴⁶⁾. Pues bien, en contextos como el descrito queda claro que los bancos y los beneficiarios comparten una comprensible preferencia por asegurar la simplicidad e incondicionalidad del pago. Los segundos gozan de mayor protección en caso de incumplimiento. Los primeros ven facilitada su labor y, al simplificarse grandemente el procedimiento de pago, dejan la vía expedita para el ejercicio con éxito de la acción de regreso contra su principal, quien difícilmente podrá oponer que la prestación realizada por el emisor no resultaba debida.

Por el contrario, las garantías documentarias son más habituales en contextos de equilibradas relaciones entre ordenantes y beneficiarios. A éstos no les basta con reclamar el pago para obtenerlo; deberán, antes bien, acompañar⁽⁴⁷⁾ a la solicitud de pago ciertos documentos que, al menos a primera vista, permiten presumir que, efectivamente, los hechos considerados han ocurrido. La condición para el pago pasa así a ser, propiamente, la presentación de los documentos, y no el acaecimiento de los

(45) Para lo cual será necesario que, al amparo del artículo 15.c URDG, la garantía excluya expresamente la necesidad de presentar la «declaración de apoyo» o «de soporte» a la que se refieren los apartados (a) y (b) del artículo 15 (*supra*, II.1).

(46) Hay que tener en cuenta que este tipo de garantías ha venido a sustituir, en cierta medida, a la constitución de depósitos a la vista en favor de los acreedores; depósitos destinados a ser hechos efectivos de modo inmediato en caso de incumplimiento. Desde luego, la emisión de garantías de este tipo resulta ostensiblemente más económica para el deudor principal, pero, desde el punto de vista del beneficiario, aspiran a proporcionar las mismas celeridad, prontitud y seguridad que los depósitos.

(47) En realidad, es posible que se presente en un momento la solicitud de pago (acompañada o no de algunos de los documentos requeridos) y que, posteriormente, se aporten (todos o el resto de) los documentos necesarios. Así se deduce del reconocimiento, en el artículo 14.b URDG, de la corrección, siempre que se indique que se completarán posteriormente, de las llamadas presentaciones «incompletas» (que, eso sí, habrán de ser completadas antes del vencimiento porque, en caso contrario, serán tenidas por «no conformes» —*infra*, III.4.A—). Si la presentación «incompleta» no indica que será completada más tarde, será examinada en el plazo de cinco días hábiles (art. 20.1 URDG) y rechazada por falta de conformidad (si el garante no lo hace así entrará en juego la regla de preclusión del art. 24.f URDG —*infra*, III.4.D—). Obsérvese que esta regla vale para todo documento que haya de acompañar a la solicitud de pago, incluida la «declaración de soporte» del artículo 15 URDG, a pesar de que los apartados (a) y (b) de dicho precepto prevén que la referida declaración puede constar en un documento separado de la propia reclamación (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 299).

hechos o circunstancias a los que los documentos hacen referencia. El establecimiento de condiciones de índole documentaria contribuye a reforzar el vínculo o nexo funcional existente entre la garantía y la relación garantizada; el dato de que la primera sea jurídicamente independiente no puede ocultar el hecho indiscutible de que se emite en función de la segunda. Y, precisamente, esta función de garantía se manifiesta claramente en el establecimiento de este tipo de cláusulas o estipulaciones documentarias.

La naturaleza independiente de la obligación del garante se vincula así con el carácter documentario de la garantía. La idea fundamental es que los garantes no tienen que entrar a valorar o examinar cuestiones de hecho. Según reza el artículo 6 URDG, «*tratan con documentos y no con las mercancías, servicios o prestaciones con que los documentos puedan estar relacionados*». En suma, los garantes sólo deben tratar con documentos, que *sí* están capacitados para analizar y con respecto a los cuales *sí* pueden decidir si se ajustan o no a los términos del compromiso asumido. De esta forma el pago no queda supeditado a lo que, *de hecho*, haya sucedido en el marco de las relaciones subyacentes. Lo importante es que se presenten determinados documentos (los requeridos por la garantía) que constituyen —al menos así se valoran por las partes— un indicio de que se ha producido la eventualidad para cuyo aseguramiento se emitió la garantía. Si, por el contrario, las condiciones de pago se refirieran a hechos y no a documentos (que un cargamento no llegue a su debido tiempo, que una planta industrial no presente las características pactadas...) nos situaríamos al margen de la noción de independencia.

4. Internacionalidad

Tanto la naturaleza de la institución que las ha elaborado, como la práctica que pretenden recoger y reglamentar, delatan bien a las claras que las URDG están destinadas a regular garantías emitidas en el marco de operaciones comerciales internacionales. Este ámbito internacional constituye su campo propio de aplicación; las Reglas están redactadas asumiendo como supuesto normal que beneficiario y ordenante serán nacionales de países distintos y que lo mismo sucederá con el garante y el contragarante. Ello explica que se incluyan artículos como el 3.a (según la cual las sucursales de un garante en países diferentes se considerarán entidades distintas), el 21 (referente a la moneda de pago)⁽⁴⁸⁾ y, sobre todo, los artículos 34 y 35 (relativos a la ley aplicable⁽⁴⁹⁾ a la garantía o contragarantía y a la jurisdicción).

(48) Este precepto no encuentra equivalente en las URDG-458, las cuales no se ocuparon del problema que se plantea cuando un garante ha de pagar en una moneda que ya no existe (no tiene curso legal) o que ha dejado de ser convertible (por ejemplo: ¿podría reembolsarse de la parte instructora si realizara el pago en una moneda distinta a la fijada en la garantía?). La versión de 2010 de las Reglas se ocupa, por el contrario, de enunciar en su artículo 21.a un nada sorprendente principio general: se pagará en la moneda especificada en la garantía —cfr. también el art. 8.f—. Además, se establece, como regla supletoria, que el pago se llevará a cabo en la moneda del lugar del pago si el garante no puede efectuarlo en la moneda señalada en la garantía por causas ajenas a su control o si, con arreglo a la ley del lugar de pago, resulta ilegal efectuarlo en la moneda especificada (art. 21.b URDG). Esta solución —con la consiguiente preservación de los derechos de reembolso— parece razonable: cfr. CARRILLO POZO, *Las garantías autónomas en el comercio internacional*, Bolonia, 2000, p. 354, nota 700.

(49) La relación entre las URDG y la ley aplicable (que, en defecto de disposición en contrario de la garantía, será la del lugar donde esté ubicada la sucursal o oficina del garante que la emitió) puede

No obstante, y aunque no sea algo previsible, nada impide que una garantía emitida en un contexto comercial puramente nacional se remita a las URDG (o las incorpore en su texto), haciéndolas así aplicables (en todo o en parte, según sea el caso). De esta manera, y en la medida en que la legislación nacional aplicable asuma como principio básico el de la autonomía de la voluntad de las partes, las RUGD podrían llegar a encontrar aplicación en garantías de ámbito «nacional» o «doméstico»⁽⁵⁰⁾.

III. LAS NOVEDADES MÁS RELEVANTES DE LA VERSIÓN DE 2010 DE LAS URDG

1. Consideraciones generales

Un análisis pormenorizado de todas y cada una de las novedades que ofrecen las URDG-758 excedería de los límites razonables de la extensión de este trabajo. Ha de tenerse en cuenta que se han introducido relevantes cambios en la sistemática y redacción⁽⁵¹⁾ de las Reglas; que se han abordado cuestiones que ni siquiera se tuvieron presentes en las URDG-458 (como la referente al «aviso de la garantía»⁽⁵²⁾ o la ya

sintetizarse en los siguientes puntos: (i) las Reglas reclamadas por las partes se aplican con preferencia a las normas legales aplicables de carácter dispositivo; (ii) la ley aplicable de naturaleza imperativa se aplica siempre y se impone a las Reglas; (iii) en ausencia de norma en las URDG, entra en juego la ley nacional aplicable, sea ésta de carácter imperativo o dispositivo (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 408-409). *Vid.*, sin embargo, CARRILLO POZO, *Las garantías autónomas*, cit., pp. 261-266), quien discute la eficacia del artículo 27 URDG-458 (equivalente al art. 34 URDG-758).

⁽⁵⁰⁾ Ya en relación con las URDG-458, cfr. DÍAZ MORENO, «Las reglas uniformes...», cit., p. 5; SAN JUAN CRUCELAEGUI, «Las garantías contractuales...», cit., pp. 1340-1341.

⁽⁵¹⁾ Ahora se utiliza un estilo de redacción que se aproxima notablemente al propio de las RUU-600 y también se sigue la técnica de concentrar las definiciones de los conceptos empleados en un solo precepto (concretamente en el artículo 2 URDG).

⁽⁵²⁾ En el artículo 10 URDG-758 se contempla ahora el «aviso de la garantía» (o de las modificaciones de la misma) para regular aquellas situaciones en las que la emisión de la garantía (o su modificación) es notificada al beneficiario por medio de un tercero («parte avisadora» —*advising party*—: art. 2 URDG-758). Normalmente se utiliza este expediente, atendiendo al interés del beneficiario, cuando aun no conociendo éste al garante, o no manteniendo relaciones con él, se da sin embargo por satisfecho con que se emita la garantía pero desea que una parte de confianza (por ejemplo, un banco con el que trabaja habitualmente) asegure su autenticidad. A estos efectos debe tenerse en cuenta que la «parte avisadora» indica al beneficiario (y resulta responsable frente a éste de la veracidad de tales afirmaciones) «*que ha establecido a su satisfacción la aparente autenticidad de la garantía y que la notificación refleja fielmente los términos y condiciones de la garantía tal como fue recibida*» por ella (en línea con la correspondiente definición contenida en el artículo 2 URDG, cabe entender que la garantía será auténtica cuando se pueda verificar la aparente identidad del remitente y que está completa y no ha sido alterada). Obsérvese que la parte avisadora no garantiza que la garantía es auténtica, sino que aparenta serlo. Ninguna otra obligación o responsabilidad frente al beneficiario asume la «parte avisadora». Por último, al contemplarse que el avisador o notificador actúa por cuenta del garante —según sus instrucciones— debe concluirse que la garantía es emitida cuando la notificación es remitida al beneficiario y no cuando es enviada a dicha «parte avisadora», porque sólo en aquel momento habrá salido «*del control del garante*» (art. 4.1 URDG).

mencionada de la moneda de pago⁽⁵³⁾; que se ha completado la disciplina de materias antes apenas contempladas y que requerían un tratamiento más detallado (como el régimen de las modificaciones de la garantía⁽⁵⁴⁾); que se ha alterado el enfoque de determinados problemas (como los derivados de la existencia de hechos calificables como fuerza mayor⁽⁵⁵⁾); que se han formulado de manera expresa soluciones que, si

(53) *Vid. supra* nota 48.

(54) La posibilidad de modificar las garantías se reconocía en varios preceptos de las URDG-458 (arts. 1, 3 y 16, entre otros), pero la cuestión no se regulaba de manera detallada. Por el contrario, las URDG-758 dedican específicamente su artículo 11 a esta materia. La nueva regulación se basa en los siguientes principios: (i) A menos que el garante así lo haya convenido previamente, no está obligado a emitir una modificación de la garantía a solicitud de la «parte instructora» (art. 11.a URDG). (ii) El consentimiento del beneficiario es indispensable para que se alteren eficazmente frente a él las condiciones o estipulaciones de la garantía original (esta regla no se ve afectada por el hecho de que la modificación pueda ser considerada favorable para el beneficiario); dicho consentimiento puede haber sido manifestado previamente al aceptar una garantía en la que ya se previera la modificación (en ciertos momentos o en ciertas condiciones) o puede prestarse con posterioridad a la emisión de la modificación, bien de una manera expresa, bien por el hecho concluyente de efectuar una presentación que sea conforme sólo con la garantía modificada (art. 11.a y b URDG). (iii) No obstante, el garante se encontrará vinculado por la modificación desde el momento en que la emite (cfr. art. 4.a URDG) en tanto el beneficiario no la rechace (cosa que puede hacer en cualquier momento mientras no la haya aceptado); a estos efectos la aceptación parcial de la modificación se considera como un rechazo de la misma (art. 11.e URDG). En todo caso, ha de advertirse que el beneficiario no tiene ni la obligación ni la carga de comunicar al garante su rechazo de la modificación (de hecho, una estipulación por la que se establezca que se entenderá aceptada una modificación salvo que sea rechazada por el beneficiario en un plazo determinado carecerá de eficacia —art. 11.f URDG—; análogamente, y dado el carácter irrevocable del compromiso del garante —arts. 3.b, 4.b y 11.b URDG— no puede estipularse válidamente que si no se acepta la modificación ésta se entenderá rechazada). (iv) De esta forma el beneficiario, excepto que anticipadamente hubiera consentido la modificación, puede optar entre aceptarla expresamente, rechazarla (con el que el garante seguiría obligado en los términos de la garantía original, pero no en los de la garantía modificada) o no hacer expresa decisión alguna hasta el momento de realizar una presentación. Si, llegado el caso, tal presentación es conforme únicamente con la modificación supondrá la aceptación de ésta; si es conforme sólo con la garantía original se entenderá como un rechazo de la modificación; si es conforme con ambas —piénsese en una garantía prorrogada en la que se reclama el pago dentro del plazo inicialmente establecido— no se puede entender su conducta ni en un sentido ni en el otro, quedando abierta la posibilidad de rechazar o aceptar el cambio (por ejemplo, si se redujo el importe de la garantía y se presentó una reclamación justo por ese importe menor, y dado que son perfectamente posibles requerimientos parciales [art. 17.a URDG], no cabrá entender ni que ha sido aceptada la modificación ni que ha sido rechazada —de tal suerte que habrá que estar al comportamiento posterior del beneficiario, quien quizás presente una nueva reclamación más adelante por la cantidad restante hasta el importe inicial mientras todavía se encuentre en tiempo hábil para ello—). (v) Por último, debe considerarse que la modificación de la garantía, aun en los casos en que sea plenamente eficaz entre garante y beneficiario, sólo podrá fundar una reclamación de reembolso frente a la «parte instructora» en la medida en que dicha modificación se haya realizado con el consentimiento o según las indicaciones de ésta.

(55) Las URDG-458 se limitaban a establecer que los garantes (y los contragarantes) no asumían ninguna obligación ni responsabilidad por las consecuencias de la interrupción de sus negocios por «actos de Dios», revueltas, conmociones civiles, insurrecciones, guerras o cualquier otra causa que escapara a su control, o por huelgas, cierre patronal (*lock-out*) o acciones industriales de cualquier naturaleza. Como se ve, básicamente se trataba de prever una exoneración de responsabilidad en caso de fuerza mayor o de conflictos de índole laboral. Además, se consideraba que si no se pudo efectuar la

bien podían deducirse del sistema, resultaba conveniente hacer explícitas⁽⁵⁶⁾; que se ha cambiado de criterio en torno a ciertos extremos...⁽⁵⁷⁾.

reclamación tempestivamente por causas de fuerza mayor, la reclamación formulada con posterioridad a la expiración de la garantía (una vez cesada la imposibilidad no imputable al beneficiario) debía ser rechazada por falta de conformidad. De esta forma, era el beneficiario (y nunca el garante o el ordenante) quien asumía el riesgo de la fuerza mayor (AFFAKI, *A User's Handbook to the URDG*, París, 2001, p. 78). Pues bien, las URDG-758 han modificado sustancialmente este enfoque, distinguiendo según que la fuerza mayor impida presentar una solicitud de pago, examinar la demanda presentada o efectuar el pago. Así, el artículo 26.b dispone que, si el plazo de vigencia de la garantía expirara en un momento en que no fuera posible presentar la solicitud de pago por causa de fuerza mayor (hechos que estén fuera del control del garante y que interrumpan su actividad), la garantía se entenderá prorrogada por un periodo de 30 días naturales contados a partir de la fecha en que debería haber expirado [obsérvese: no por un plazo de 30 días contados a partir del cese de la fuerza mayor, como sin embargo establece la Regla 3.14(a) ISP98]. El mismo artículo 26.b URDG-758 se ocupa de precisar que si la reclamación pudo presentarse pero la fuerza mayor impide al garante llevar a cabo el preceptivo examen, el plazo para realizarlo quedará suspendido hasta que el garante pueda reiniciar sus actividades. Y, desde luego, si el requerimiento se presentó y pudo ser examinado y considerado conforme, pero la fuerza mayor impide realizar el pago, el beneficiario tendrá derecho a recibirlo una vez desaparecida la fuerza mayor incluso (obviamente) si ya hubiera transcurrido el plazo de vigencia de la garantía (porque la demanda fue realizada en tiempo). Finalmente se establece (art. 26.h URDG-758) que el garante no asume ninguna otra obligación o responsabilidad por las consecuencias de la fuerza mayor.

⁽⁵⁶⁾ Bajo las URDG-458 se planteó la cuestión de si determinadas normas, que sólo mencionaban a las garantías o a los garantes, eran igualmente aplicables a las contragarantías y a los contragarantes. La respuesta ofrecida era generalmente afirmativa (cfr., por ejemplo, SAN JUAN CRUCELAEGUI, «Las garantías contractuales...», cit., p. 1353; GOODE, *Guide to the ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 26-27; BUSTO LAGO, *Las garantías personales*, cit., pp. 286-287, y «Contrato de garantía...», cit., p. 4152). De hecho, confirmando esta tendencia, el 14 de junio de 2000, la Comisión de Técnica y Práctica Bancarias de la CCI adoptó la «Opinión» 470/TA.454rev, según la cual cuando una regla se refiriera a garantías y a garantes, omitiendo en cambio cualquier referencia a contragarantías y contragarantes, debería entenderse también referida a estos últimos salvo que el contexto indicara otra cosa. Este criterio ha sido ahora hecho explícito por el artículo 3.b URDG-758, el cual dispone: «*Salvo que por el contexto deba entenderse de otra forma, la garantía incluye la contragarantía y las modificaciones de cualquiera de ellas, el garante incluye al contragarante y el beneficiario incluye la parte a favor de la que se emite la contragarantía*». Es de destacar la salvedad inicial de la norma citada, que toma razón de la existencia de cuestiones en relación con las cuales las contragarantías requieren de un tratamiento específico: cfr. arts. 1.b, 5.b, 8.e, 15.b, 20.c, 23, 25.c, 26.c, 33.a, 34.b y 35.b URDG (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 228-229).

⁽⁵⁷⁾ Por ejemplo: tanto las URDG-458 (art. 24) como las URDG-758 (art. 25.b) dejan claro que la retención por el beneficiario del documento de la garantía no impide su extinción. Dicho documento carece de valor intrínseco y su devolución no es un requisito para la extinción de la garantía ni su presentación es condición para obtener el pago (salvo que la propia garantía así lo establezca). Ahora bien, las URDG-458 disponían que, fueran cuales fueran las disposiciones que contuviese en relación con su extinción, una garantía quedaría cancelada por la devolución al garante del documento de la propia garantía (art. 23). Podía desde luego interpretarse que en este caso el beneficiario realizaba implícitamente una renuncia a sus derechos y que, en rigor, la norma se limitaba a contemplar una presunción *iuris tantum* de extinción, de forma que quedaría a salvo la posibilidad de que el beneficiario demostrara que la entrega de la garantía no respondía a una efectiva voluntad de liberar de su obligación al garante. Pero, fuera como fuese, la norma indudablemente existía y tenía ciertos efectos. Pues bien, las URDG-758 han cambiado de orientación en este punto puesto que la devolución de la carta de garantía ya no se configura, en sí misma, como una causa de extinción de la garantía (ni origina presunción alguna al respecto). Cuestión distinta es que a la devolución del instrumento se acompañe una declaración suscrita por el beneficiario en la que se libere al garante (pero la emisión de tal declaración constituye un supuesto diferente que se encuentra específicamente previsto en el artículo 25.b.iii URDG-758).

Por ello las páginas que siguen se centrarán en los que considero aspectos más relevantes de entre los que se han visto modificados en la revisión 2010 de las URDG. En concreto nos ocuparemos del régimen de las llamadas «condiciones no documentarias» (*infra*, III.2), de la «transferencia» de las garantías (*infra*, III.3) y de diversos extremos relativos a la presentación, al examen de la reclamación y al pago (*infra*, III.4). Estos temas añaden a su propio interés la ventaja adicional de que nos darán la oportunidad de hacer referencia (aunque de manera sucinta e indirecta) a otras cuestiones que también han sufrido modificaciones en la nueva versión de las URDG (tales como las relativas a la variación del importe de la garantía, al momento del comienzo de su eficacia, a su extinción o a las reclamaciones presentadas bajo la forma «*extend or pay*»).

2. Condiciones no documentarias

A) Planteamiento

Ya se apuntó previamente que las URDG están pensadas especialmente para garantías de naturaleza documentaria, esto es, para garantías en las que la reclamación de pago debe ir acompañada de ciertos documentos que acreditan, al menos en apariencia, que se ha producido la contingencia cubierta.

No obstante, ese carácter documentario no se circunscribe a la configuración de la reclamación de pago, sino que se extiende a las condiciones que se establezcan en relación con la entrada en vigor y la extinción de la garantía y con la reducción de su importe. Se trata, en suma, de que el garante no tenga que enfrentarse con *hechos* que puedan determinar que la garantía entre en vigor, que se reduzca su importe o que se extinga (o, por supuesto, que haya de ser satisfecha). En lugar de ello el garante se limitará a examinar documentos que, *prima facie*, evidencien el acaecimiento de la circunstancia tomada en consideración. Ello resulta, por lo demás, perfectamente coherente con el principio nuclear de que el garante trata con documentos y nunca con las mercancías, servicios o prestaciones con los que los documentos puedan estar relacionados (art. 6 URDG).

Tal y como se indicó más arriba (II.3), la naturaleza independiente de la obligación del garante depende estrechamente del carácter documentario de las condiciones de eficacia, extinción, pago u otras que se hayan establecido. De ahí la gran relevancia de esta cuestión, que no se limita a plantear problemas de índole operativa, sino que afecta al propio corazón de la figura. Y de ahí también que las URDG-758 hayan tratado de abordar la espinosa cuestión del tratamiento de las llamadas condiciones no documentarias (cosa que no se hizo en las URDG-458).

B) El tratamiento de las condiciones no documentarias

Según el artículo 7 URDG-758, «una garantía no debería contener una condición, distinta de una fecha o de la duración de un período, sin especificar un documen-

to que deba evidenciar el cumplimiento de dicha condición. Si la garantía no especifica ese documento y el cumplimiento de la condición no puede ser establecido por los propios registros del garante o por un índice especificado en la garantía, el garante considerará tal condición como no establecida y no la tendrá en cuenta, excepto a efectos de determinar si los datos que puedan aparecer en un documento especificado y presentado al amparo de la garantía no contradicen los datos de la garantía».

Un rápido análisis de este precepto permite, con independencia de lo discutible de la versión en lengua española, formular las siguientes observaciones:

(i) Las Reglas recuerdan, en primer lugar, la «conveniencia» de que las garantías sometidas a ellas carezcan de condiciones no documentarias (así se deduce de la expresión «*no debería*» —«*should not*», en inglés—). Por condiciones no documentarias han de entenderse aquellas que no consisten en la presentación de uno o varios documentos (así sucede cuando la propia garantía supedita su pago, entrada en vigor, extinción o variación del importe a la verificación de un acontecimiento futuro e incierto sin especificar ningún medio documental que sirva al garante para comprobar si tal acontecimiento ha ocurrido o no). En todo caso ha de notarse que la advertencia contenida en el inciso inicial del artículo 7 URDG no se extiende a los términos y plazos que pudieran haberse establecido y que, evidentemente, no son «condiciones» en el sentido estricto y propio del término (aunque ha de recordarse que, en ocasiones y en sentido muy amplio, se habla de condiciones para referirse a las estipulaciones de un contrato, tengan o no verdaderamente esta naturaleza).

(ii) El verdadero problema se plantea, con todo, cuando de hecho se incorporan condiciones no documentarias a garantías que se declaran sometidas a las URDG y que, además, han querido ser configuradas por las partes —según se deduce del resto de las estipulaciones— como independientes y documentarias. La solución que las URDG reservan para estos casos es la de tener tales condiciones por no puestas («*as not stated*») y no tomarlas en consideración (el garante «*will disregard*» tales estipulaciones)⁽⁵⁸⁾.

(iii) Por excepción a esta regla, la condición ha de tenerse por plenamente eficaz, a pesar de no ser documentaria, cuando su cumplimiento pueda ser establecido por medio de los propios registros del garante o de un «índice» especificado en la garantía («*from the guarantor's own records or from an index specified in the guarantee*»).

⁽⁵⁸⁾ Aunque existen otros posibles enfoques del problema (desde asumir lo dispuesto por las partes y encomendar a los garantes la verificación de hechos hasta dictar una regla de «conversión» de las condiciones no documentarias en documentarias estableciendo que bastará con una declaración escrita del beneficiario para considerar que ha ocurrido el acontecimiento condicionante), la solución adoptada parece la más radical pero, probablemente, también es la más segura.

El concepto de «registros del propio garante» resulta ciertamente restringido⁽⁵⁹⁾. Según el artículo 2 URDG, por tales registros han de entenderse aquellos «que muestren los importes abonados o adeudados en cuentas mantenidas con el garante, a condición de que el registro de dichos abonos o adeudos permita al garante identificar la garantía con la que están relacionados»⁽⁶⁰⁾. Por su parte, la referencia a un índice (por ejemplo, de cotización de materias primas o de determinados productos manufacturados o el propio índice de precios al consumo) está prevista pensando, entre otros, en los casos en que la garantía establece que el pago se producirá cuando un precio descienda o supere determinados niveles establecidos en un índice específico o que el importe máximo de la garantía se modificará según las variaciones del índice mencionado en ella.

(iv) Finalmente, el artículo 7 URDG precisa que las condiciones no documentarias serán tenidas en cuenta a los limitados efectos de determinar si los datos contenidos en un documento presentado al amparo de la garantía son coherentes con los reflejados en la garantía⁽⁶¹⁾. Ello no altera el principio general enunciado previamente: la condición no documentaria se tendrá por no puesta, de forma que el beneficiario no necesita ofrecer ninguna prueba de su cumplimiento. Sin embargo, el garante no puede obviar la condición no documentaria cuando se trata de examinar si los datos contenidos en un documento presentado contradicen o no los de la propia

⁽⁵⁹⁾ Sobre todo si se compara con lo establecido en el artículo 3.b de la Convención de Nueva York, en la que basta con que el hecho condicionante se encuentre «*comprendido en el giro de los negocios del emisor*». Se abarcan así los acontecimientos cuya verificación puede ser constatada sin dudas por el garante en la medida en que suceden dentro de su ámbito operacional (DÍAZ MORENO, «Nota introductoria...», cit., p. 1030).

⁽⁶⁰⁾ Así, por ejemplo, en una garantía de reembolso se puede condicionar la efectividad de la misma al hecho de que el garante haya recibido en una cuenta a nombre del ordenante los fondos anticipados cuyo reembolso se asegura. O, en una garantía de pago emitida a favor de un proveedor, puede establecerse que se extinguirá cuando el adquirente transfiera el importe del precio a una cuenta de aquél abierta en el banco garante (este segundo ejemplo está tomado de AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 251).

⁽⁶¹⁾ Piénsese en una garantía que prevea el pago de un determinado importe si las mercancías a la que se refiere el contrato subyacente no han sido embarcadas antes de una determinada fecha. Se trataría de una condición no documentaria y, por tanto, el banco no la tendría en cuenta a la hora de determinar si la reclamación que en su caso formule el beneficiario es conforme. Ahora bien, imaginemos que la garantía requiere además que la reclamación de pago vaya acompañada de algún otro documento referido a las mercancías y que en él se evidencia que el embarque se produjo de hecho con posterioridad a la fecha señalada. Pues bien, en tal caso el referido documento será examinado para valorar su consistencia con la garantía y, a estos efectos, sí se tendrá en cuenta la condición no documentaria para rechazar el requerimiento de pago (ejemplo tomado de AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 252). O considérese el caso de que la garantía contenga condiciones no documentarias referidas, por ejemplo, al origen de las mercancías a suministrar (estableciendo que se hará efectiva si no son de una determinada procedencia) y que se presenten, de acuerdo con la propia garantía, documentos (por ejemplo, certificados de calidad) en los que se mencione que los géneros proceden precisamente del lugar convenido, haciendo así evidente la no verificación de la condición no documentaria.

garantía⁽⁶²⁾. Así pues, cuando los datos contenidos en un documento especificado en la garantía y presentado conforme a ella sean contradictorios con una condición no documentaria incluida en la garantía, la presentación no podrá entenderse conforme⁽⁶³⁾.

C) En particular, las condiciones no documentarias referentes a la efectividad y a la extinción de la garantía y a la reducción de su importe

El problema de las condiciones no documentarias planea de alguna forma sobre otros relevantes extremos regulados por las URDG.

Así sucede, en primer término con la fecha de «efectividad» de la garantía (entendiendo por tal la fecha a partir de la cual el beneficiario está autorizado para presentar una reclamación de pago). En principio el beneficiario puede presentar su requerimiento desde el momento de la emisión de la garantía (art. 4.c URDG), es decir, desde el momento en el que aquélla sale del control del emisor⁽⁶⁴⁾. Ahora bien, las propias Reglas prevén que la garantía establezca que tal efectividad quede diferida a un momento cierto posterior a la emisión (plazo o término inicial) o condicionada a la verificación

⁽⁶²⁾ Las URDG se hacen así eco de la «Opinión» 470/TA.644rev, adoptada por la Comisión Bancaria de la CCI en abril de 2008 y relativa a un crédito documentario en el que se habían incluido condiciones no documentarias. En ella se señaló que el beneficiario no tiene necesidad de probar su cumplimiento y que el banco no tomará en consideración tales condiciones. Pero igualmente se recordó que si el beneficiario presenta otros documentos que hacen referencia a los hechos contemplados en la condición no documentaria, entonces el garante debe cerciorarse de que éstos son compatibles con tal condición. En suma, «*the view of the Banking Commission is that sub-article 14 (h) is not absolute and is qualified by the content of sub-article 14 (d)*» (ambos de las RUU-600). O, dicho en otros términos: la regla de que las condiciones no documentarias se tienen por no puestas (art. 14.h RUU-600) no impide la aplicación del artículo 14.d RUU-600, según el cual los datos en un documento presentado no deben ser contradictorios con los restantes datos de ese documento, con los contenidos en otros documentos o con los reflejados en el crédito. Finalmente, debe advertirse que, aunque la citada opinión fue emitida en relación con las RUU-600, la similitud de los artículos 14.d y 14.h de éstas con los artículos 19.b y 7 URDG, respectivamente, justifica extender el mismo criterio al caso de las garantías.

⁽⁶³⁾ No sucederá así cuando la condición no documentaria se revele incoherente con el contenido de un documento presentado efectivamente pero no exigido por la garantía, dado que el artículo 19.d URDG llevará al garante a no tomar en cuenta ese documento (AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 126).

⁽⁶⁴⁾ El criterio de la salida de la esfera de control del garante se encuentra claramente inspirado en el artículo 7.1 de la Convención de Nueva York de 1995 (cfr. DÍAZ MORENO, «Nota introductoria...», cit., p. 1043) y ha de entenderse no en sentido material sino jurídico (AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 234), de tal suerte que, por ejemplo, una garantía no se considera emitida hasta que no es notificada al beneficiario por la parte avisadora (que actúa por cuenta del garante).

de un hecho incierto (art. 4.c, *in fine*, URDG)⁽⁶⁵⁾. Y es en relación con esta última hipótesis con la que deben recordarse las ideas antes expuestas: si la condición es no documentaria se tendrá por no puesta (salvo los casos contemplados en el art. 7 URDG en los que esta regla no juega) y —a falta de otra estipulación relevante— regirá el principio general: la garantía quedará disponible para el beneficiario desde su emisión.

Algo similar ocurre en relación con la variación del importe de la garantía⁽⁶⁶⁾. Sucede sin embargo que esta materia es tratada con mayor detalle por las URDG⁽⁶⁷⁾.

En efecto, el artículo 13 URDG dispone que la garantía podrá prever la reducción⁽⁶⁸⁾ o el incremento de su importe en fechas determinadas (plazo o término) o cuando tenga lugar un determinado hecho (condición). Y, en relación con esto último, señala que se entenderá que el hecho contemplado ha tenido lugar sólo cuando se

(65) La Publicación núm. 758 de la CCI, que contiene la revisión de 2010 de las URDG, incluye también unos modelos de garantía y contragarantía y de cláusulas opcionales. Entre estas últimas se encuentran algunas referidas al momento desde el que puede presentarse un requerimiento de pago cuando es distinto de la fecha de emisión. A continuación se reproduce un ejemplo previsto para una garantía de reembolso —*advance payment guarantee*—: «Un requerimiento en virtud de esta garantía podrá ser presentado a partir del abono de [moneda e importe exacto a recibir en concepto de pago anticipado] en la cuenta del ordenante [indique número de cuenta] que mantiene con el garante, a condición de que el pago identifique la garantía con la que está relacionado».

(66) La Publicación núm. 758 de la CCI contiene también (*vid. supra* nota 65) algunos modelos de cláusulas de variación del importe. Como la siguiente: «El importe de la garantía se incrementará en [porcentaje o la moneda y el importe exacto] contra presentación al garante de la declaración del ordenante manifestando que el contrato subyacente ha sido modificado para aumentar el ámbito o el valor de las obras y especificando la moneda y el importe del nuevo valor».

(67) Quizás por la frecuencia con que en la práctica se incluyen en las garantías estipulaciones referentes a la variación de su importe (especialmente a su reducción). Recuérdese que el carácter independiente de la garantía supone que, a falta de una específica previsión en la misma, la variación del importe de la obligación garantizada no repercute en el importe de la obligación del garante, de modo que éste sigue vinculado por el importe máximo establecido hasta la extinción de esta obligación. Ello resulta poco adecuado (no sólo porque impide a la parte instructora ahorrarse comisiones bancarias y mantiene sobrecargadas sus líneas de crédito) cuando el deudor va cumpliendo su obligación parcialmente en momentos sucesivos. Y aunque podría resolverse el problema emitiendo sucesivas modificaciones de la garantía (art. 11 URDG), este expediente presenta diversos inconvenientes (entre otros los de ser poco ágil y requerir el consentimiento del beneficiario para quedar vinculado —*vid. supra* nota 54—). De ahí que se suelen incluir estipulaciones que prevén la reducción a medida que se completa el cumplimiento del contrato subyacente. Aunque son probablemente menos comunes, también resulta factible introducir cláusulas que contemplen un incremento del importe de la garantía (por ejemplo, para cubrir la realización de nuevas obras o el suministro de cantidades adicionales de bienes cuando el dueño de la obra o el comprador —beneficiarios— tienen derecho a solicitarlas de conformidad con el contrato subyacente).

(68) Hay que tener en cuenta que, de conformidad con el artículo 25.a URDG, hay otros supuestos en los que se produce una reducción del importe pagadero de la garantía aunque nada se haya previsto en ella. Así, dicho importe se verá reducido en la medida en que se hayan realizado pagos anteriores en virtud de la garantía (pagos parciales) y en la medida en que se haya producido una condonación por parte del beneficiario (remisión parcial). Más aún; al margen del artículo 25 URDG, el importe de la garantía puede verse también reducido mediante una modificación de la misma al amparo del artículo 11 URDG (cfr. *supra*, nota 54).

presente el documento que (según la garantía) indica que el hecho ha ocurrido o, si la garantía no especifica dicho documento (condición no documentaria), cuando se pueda determinar que el hecho ha tenido lugar a través de los registros del propio garante o de un índice señalado en el texto de la garantía. Se reitera así, para este caso concreto, la regla general del artículo 7 URDG ya analizada.

Finalmente, y por lo que concierne a la extinción de la garantía, el artículo 25.b URDG especifica, en su versión en lengua española, que la garantía quedará extinguida, entre otros casos, a su «vencimiento» (*on expiry*)⁽⁶⁹⁾. Ha de observarse que en este contexto el «vencimiento» de la garantía se identifica con el momento a partir del cual el beneficiario ya no puede presentar válidamente un requerimiento de pago (ni efectuar ninguna otra presentación a otros efectos)⁽⁷⁰⁾. De esta forma, y con arreglo al artículo 14.a URDG, la presentación de la reclamación de pago (o cualquier otra presentación de documentos) habrá de realizarse, como muy tarde, al «vencimiento» («*on or before expiry*»)⁽⁷¹⁾. Éste se producirá cuando llegue la fecha fijada como

⁽⁶⁹⁾ Según el artículo 25.b URDG, también quedará extinguida por pago total («cuando no quede importe alguno pagadero en virtud de esa garantía») o por condonación total («a la presentación al garante de la liberación de responsabilidades, firmada por el beneficiario, en virtud de la garantía»). Y, aunque no se mencione el supuesto en el referido artículo 25, la obligación del garante se extinguirá igualmente cuando el beneficiario rechace la garantía emitida.

⁽⁷⁰⁾ Conviene insistir en que, en el marco de la versión en español de las URDG, cuando se habla del «vencimiento» de la garantía se hace referencia al momento límite para presentar válidamente una reclamación de pago (con independencia de que el incumplimiento de la obligación garantizada se hubiera producido con anterioridad a tal momento). De esta forma, la llegada de la «fecha de vencimiento» o la verificación del «hecho de vencimiento» eliminan la posibilidad de plantear cualquier requerimiento ulterior de pago con arreglo a la garantía, pero en ningún caso suponen la extinción del derecho del beneficiario que hubiera ya nacido como consecuencia de la presentación de una reclamación conforme. Por el contrario, el pago o la condonación (cfr. art. 25.b URDG) —o cualquier otro mecanismo extintivo, como la compensación— actúan propiamente como medios de extinción de la obligación del garante, de tal suerte que no sólo impiden la presentación de cualquier reclamación posterior, sino que extinguen el derecho adquirido por el beneficiario como consecuencia de haber realizado una presentación conforme.

⁽⁷¹⁾ De conformidad con el artículo 8.g URDG, la garantía debería fijar la fecha de expiración de su período de vigencia. No obstante, y atendiendo a los casos en que esto no sucede (*open-ended guarantees*), el artículo 25.c URDG dispone lo siguiente: «Si la garantía o la contragarantía no mencionan una fecha o un hecho de vencimiento, la garantía terminará transcurridos tres años desde el momento de su emisión y la contragarantía terminará 30 días naturales después de la terminación de la garantía». Técnicamente se fija así un «vencimiento» (*vid. supra* nota 70) para el caso de que las partes no lo hayan establecido (o si han establecido una condición no documentaria que deba ser tenida por no puesta: art. 7 URDG). Con todo, si se pretendía evitar la existencia de compromisos de duración indefinida quizás hubiera debido extenderse la solución a los casos en los que se hubiere efectivamente establecido un «*expiry event*» sin fijar además una fecha de extinción y llegaran a transcurrir tres años sin que se hubiera verificado la condición. Así se prevé, por ejemplo, en el artículo 12.c de la Convención de Nueva York (cfr. DÍAZ MORENO, «Nota introductoria...», cit., pp. 1047-1048). Conviene recordar que durante los trabajos preparatorios de las URDG se barajó adoptar una norma en este sentido; sin embargo, al optarse por un plazo por defecto de solo tres años (y no de seis, como en la Convención) incluir semejante regla hubiera causado dificultades en relación con las garantías prestadas en proyectos a largo plazo, en las que las condiciones de extinción muy frecuentemente se verifican pasados más de tres años de la fecha de emisión (AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 367-368).

término final o transcurra el plazo establecido al efecto («fecha de vencimiento», «*expiry date*») o cuando ocurra un hecho precisado en la garantía («hecho de vencimiento», «*expiry event*»)⁽⁷²⁾, en el bien entendido de que se considerará que dicho acontecimiento ha acaecido cuando se presente el documento que (según la garantía) indica que el hecho ha ocurrido o, si la garantía no especifica dicho documento (condición no documentaria), cuando se pueda determinar que el hecho ha tenido lugar a través de los registros del propio garante (art. 2 URDG). Se reitera así, para este caso concreto, la regla general del artículo 7 URDG, con la particularidad de que se omite cualquier referencia a la posibilidad de determinar la verificación del hecho extintivo a través de un índice especificado en la propia garantía.

3. Transferencia y «cesión del producto» de las garantías

A) Ideas generales

El artículo 33 URDG se ocupa, según su propia rúbrica, de la transferencia y de la cesión del producto de la garantía. Se trata, en realidad, de dos fenómenos bien distintos. De ahí que sea preciso distinguir entre la transmisión del derecho del beneficiario a reclamar el pago (*beneficiary's right to make a demand*) y lo que se ha dado en denominar la cesión del derecho al cobro (*assignment of proceeds*). En el primer caso, una vez producida la operación (transferencia), el cesionario es el único que puede actuar como beneficiario y, por tanto, el único legitimado para, entre otras cosas, solicitar una modificación de la garantía, liberar al garante de su compromiso, presentar los documentos precisos o recibir el pago. Éste sería, propiamente, el supuesto para el que las URDG reservan el término «transferencia». En el segundo caso, por el contrario, el cedente sigue siendo beneficiario de la garantía, de tal manera que sólo él podrá presentar la reclamación de pago. De hecho, si el transmitente presenta una reclamación no conforme con los términos de la garantía, o ésta expira sin haberse solicitado el pago, nada podrá el cesionario exigir del garante (sin perjuicio de la eventual responsabilidad del cedente frente al cesionario). En esta segunda hipótesis lo que se transmite es, por tanto, el derecho de crédito contra el garante derivado (o que derivará en su momento) de la oportuna solicitud de pago⁽⁷³⁾.

⁽⁷²⁾ Por ejemplo, una garantía de cumplimiento o de buena ejecución (*performance guarantee*) puede prever que expirará cuando se presente un certificado emitido por un ingeniero o un arquitecto en el que se declare que los trabajos han sido completados.

Hay que advertir que el vencimiento se producirá no en el momento en el que se verifica el hecho condicionante, sino —como regla general— en el momento en el que se presenta el documento al garante (la garantía puede, no obstante, establecer que se extinguirá en un momento posterior: cfr. definición de «hecho de vencimiento» en el art. 2 URDG).

⁽⁷³⁾ Las URDG-458 dedicaban a la transferencia de la garantía el escueto artículo 4, que se limitaba a establecer que el derecho del beneficiario a realizar un requerimiento no resultaba transmisible a menos que así se hubiera estipulado en la garantía. De esta manera prácticamente no se resolvía

B) *Transferencia de la garantía*

Según el artículo 33.c URDG, una garantía tiene el carácter de «transferible» cuando puede ser puesta por el garante a disposición de un nuevo beneficiario («beneficiario de la transferencia») a petición de quien sea el beneficiario en ese momento («transferidor»). En rigor, no se está en este caso ante una mera transmisión de derechos. No se trata de que el garante consienta en la cesión de la posición del beneficiario, sino de algo sustancialmente diferente: la transferencia implica que el garante emite a solicitud del anterior beneficiario una nueva garantía —idéntica a la anterior— a favor del nuevo designado⁽⁷⁴⁾. Esta «garantía transferida» resulta independiente, por supuesto, con respecto a la relación subyacente, pero también con respecto a la relación que exista entre primer y segundo beneficiarios y a la propia garantía que se «transfiere»; de tal suerte que el garante no podrá oponer al nuevo beneficiario las excepciones que hubiera podido oponer al primero. Y, desde luego, el garante al emitir la nueva garantía debe hacerlo incluyendo todas las modificaciones previamente acordadas con el beneficiario (art. 33.d.1 URDG).

La posibilidad de conseguir este efecto no carece de interés en la medida en que se ceda también el crédito derivado de la relación subyacente cuyo cumplimiento se asegura mediante la garantía. Pero también son claros los riesgos que corren el garante y, sobre todo, la parte instructora, con el cambio del beneficiario inicialmente designado: el nuevo podría no resultar tan digno de confianza como el anterior (incrementándose las posibilidades de que se presente una reclamación de pago indebida con arreglo a la relación subyacente) o, incluso, no reunir siquiera las condiciones legales, regulatorias o de solvencia para que el garante mantenga relaciones con él.

En atención a consideraciones de esta índole las URDG supeditan la posibilidad de transferir una garantía a la concurrencia de un conjunto de condiciones que deben darse cumulativamente⁽⁷⁵⁾:

(i) En primer lugar una garantía será transferible únicamente cuando establezca de modo expreso que es «transferible» (art. 33.a URDG). La utilización de otros términos análogos no es suficiente a estos efectos. Con la imposición de este requisito

ninguna de las cuestiones planteadas (por ejemplo, si la garantía era transmisible separadamente de la relación subyacente: cfr. DÍAZ MORENO, «Acerca de la transmisibilidad...», cit., pp. 301-305). La mucho más completa disciplina ofrecida por las URDG-758 en este punto supone, sin responder desde luego a todos los interrogantes, un importante avance y proporciona mayor certidumbre.

⁽⁷⁴⁾ La figura se corresponde así en sus líneas básicas con la transferencia de los créditos documentarios tal y como ésta se regula en el artículo 38 RUU-600 (sobre este expediente, *vid.*, entre otros, FERNÁNDEZ-ARMESTO, *Los créditos documentarios irrevocables*, La Coruña, 1984, pp. 305-307; ALONSO UREBA, «El crédito documentario», en *Contratos bancarios & parabancarios* [dir. Nieto Carol], Valladolid, 1998, pp. 1129-1132; MARIMÓN, *El crédito documentario irrevocable*, cit., p. 129). Hay, con todo, diferencias notables entre la disciplina contenida en las RUU y en las URDG, no siempre necesariamente vinculadas con la diferente naturaleza de los instrumentos regulados (por ejemplo, las RUU admiten trasferencias parciales pero no admiten múltiples transferencias —art. 38.d RUU-600—, mientras las URDG no admiten trasferencias parciales pero admiten múltiples transferencias —art. 33.a—).

⁽⁷⁵⁾ AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 89-91.

queda asegurado el consentimiento de la parte instructora a una posible posterior transferencia de la garantía. Las contragarantías, sin embargo, no son nunca transferibles de acuerdo con las URDG⁽⁷⁶⁾.

(ii) Pero, aun cuando la garantía hubiera sido emitida como transferible, el garante no estará sólo por ello obligado a atender una petición de transferencia con posterioridad a su emisión⁽⁷⁷⁾. Únicamente en la medida en que así lo consienta estará obligado el garante a efectuar la transferencia⁽⁷⁸⁾.

(iii) Finalmente, una garantía sólo podrá ser transferida cuando «*el transferidor haya proporcionado al garante una declaración firmada de que el beneficiario de la transferencia ha adquirido los derechos y obligaciones del transferidor en la relación subyacente*» (art. 33.d.ii URDG). Se aclara de esta forma que una garantía sometida a las URDG no puede ser transferida sin que se transmita al mismo tiempo la relación subyacente garantizada. En rigor, y dado el carácter documentario de las garantías a las que se refieren las Reglas, la transferencia no se condiciona a que se haya producido efectivamente la cesión, sino a que se presente un documento expedido por el beneficiario en el que se declare que el nuevo beneficiario ha adquirido los derechos y obligaciones que corresponden al «transferidor» de acuerdo con el contrato subyacente.

Las URDG se alinean así con la postura mayoritaria en la literatura jurídica, la cual se muestra contraria a la posibilidad de transferir la garantía separadamente del crédito garantizado. Este rechazo se sustenta sobre la naturaleza *causal* del negocio, que se pactaría siempre con un fin típico: garantizar otra obligación⁽⁷⁹⁾. El beneficiario

⁽⁷⁶⁾ Debe notarse, por un lado, que la transferencia de la garantía no supone un cambio de garante, por lo que no tiene por qué llevar consigo la transferencia de la contragarantía. Y, de otra parte, ha de recordarse que —según se expuso previamente (II.2.b)— en la contragarantía no existe propiamente una obligación subyacente de terceros que resulte garantizada; no existe, dicho de otra forma, una relación entre el beneficiario de la contragarantía —garante— y el ordenante —que, por lo demás, no es la parte instructora de la garantía—. La contragarantía se limita a instrumentar el derecho de reembolso del garante y, en consecuencia, no puede ser transmitida junto con los derechos (que no existen) que ostente el beneficiario/garante en la relación subyacente (requisito que es recogido en el art. 33.d.ii URDG: *vid. infra* en el texto).

⁽⁷⁷⁾ La expresión «*con posterioridad a su emisión*» (que resulta redundante, porque no parece posible formular una solicitud de transferencia ni efectuar ésta antes de la emisión de la garantía) suele entenderse en el sentido de que el consentimiento del garante debe otorgarse después de que se haya solicitado la transferencia (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 90) de modo que, salvo si la garantía dispone otra cosa, no será vinculante el consentimiento prestado de manera anticipada.

⁽⁷⁸⁾ Se impone así un «doble requisito», en línea con lo previsto en el artículo 38 RUU-600 y en el artículo 9.2 de la Convención de Nueva York.

⁽⁷⁹⁾ Hay otros argumentos en los que se apoya a veces esta opinión (un resumen en BUSTO LAGO, *Las garantías personales*, cit., pp. 90-93, y «Contrato de garantía...», cit., pp. 4108-4109). Sin embargo, los más habitualmente aducidos (como son los basados en que la posición del beneficiario se configura con carácter personalísimo o en que un cambio en la persona de éste supondría una alteración del contenido del contrato) servirían, todo lo más, para fundamentar que la transmisión de la garantía —conjuntamente con (o separadamente de) el crédito subyacente— no resulta posible sin el consentimiento del garante.

puede lícitamente reclamar el pago de la garantía sólo cuando se haya producido el incumplimiento y, por tanto, no tiene sentido que esta facultad pase a manos de una persona que no es acreedor en la relación subyacente como si se tratara de un título abstracto de crédito⁽⁸⁰⁾.

Una vez transferida la garantía al amparo del artículo 33 URDG será el nuevo beneficiario el único legitimado para presentar la reclamación de pago y la «declaración de soporte» a la que se refiere el artículo 15 (art. 33.f URDG). Y ello incluso cuando el incumplimiento puesto de manifiesto se hubiera producido antes de la transferencia de la garantía. Por lo demás, si la garantía exigiera la presentación de documentos firmados por el primer beneficiario el segundo beneficiario podrá presentarlos bajo su propia firma sin que eso se considere una discrepancia documental.

C) «Cesión del producto»

Según el artículo 33.g URDG, y tanto si la garantía indica que es transferible como si no, el beneficiario podrá ceder cualquier producto («*may assign any proceeds*») sobre el que pueda tener o pueda llegar a tener derecho en virtud de la garantía.

(80) Cfr. CARRASCO, «Las nuevas garantías personales...», cit., pp. 728-729, y «Garantías a primer requerimiento», cit., p. 543; le sigue, con menor claridad, INFANTE RUIZ, *Las garantías personales*, cit., p. 530. Desde luego, la opción seguida por las URDG en este punto es clara y, como se ha dicho, sigue el criterio ampliamente dominante. Sin embargo, tengo ciertas dudas sobre que esa misma hubiera de ser necesariamente la solución en ausencia de norma especial que la impusiera. Obviamente ha de partirse de la idea de que, como regla general, lo razonable es que sea el acreedor en la relación subyacente quien asuma el papel de beneficiario, ya que él será el sujeto indicado para determinar si se ha producido un incumplimiento y, por tanto, para decidir si procede o no presentar una reclamación de pago y, en su caso, por qué cuantía. Es igualmente el acreedor «causal» quien estará normalmente en condiciones de procurarse los documentos que hayan de acompañar a su solicitud de pago. En suma, resulta indudable que la transferencia de la garantía adquiere pleno sentido práctico en la medida en que se produzca un cambio de acreedor en la relación subyacente. Ahora bien, ello no debería conducir a negar de plano la posibilidad de transmisión separada de un derecho que se configura como autónomo. Planteémonos como hipótesis que tal transferencia fuera posible. ¿Serían inadmisibles las consecuencias? Por un lado el nuevo beneficiario deberá requerir el pago de la garantía cuando se produzca el hecho que autorice tal actuación, y deberá hacerlo con arreglo a lo previsto en ella. Esta circunstancia puede exigirle estar en contacto con el acreedor (transferidor) y recibir información sobre las vicisitudes que sucedan en el plano causal y, especialmente, sobre si se ha producido o no el incumplimiento. Incluso, si la garantía es de tipo documentario, es probable que los documentos que han de acompañar a la solicitud de pago hayan de ser obtenidos o producidos por el beneficiario original. Pero nada de esto hace en sí misma inviable la cesión (aunque puede dificultar en la práctica la presentación de la solicitud de pago). Cabe discutir, así, la idea de que el nuevo beneficiario de la garantía (que no sea al mismo tiempo cesionario del crédito subyacente) no estará en condiciones de requerir el pago de la garantía en supuestos justificados con arreglo a lo sucedido en la relación de valuta. Desde luego, resulta perfectamente posible que el segundo beneficiario ejecute la garantía sin existir justificación material para ello. Pero este riesgo se corre también, y quizás no necesariamente en menor medida, cuando el beneficiario es el acreedor en la relación subyacente. Y en cualquier caso: aun cuando se asumiera que ese potencial mayor riesgo realmente existe, el garante siempre podría evaluarlo y valorar la situación puesto que su consentimiento resulta imprescindible para la transferencia. Algunas ideas en línea con lo expuesto en esta nota pueden leerse en CARRILLO POZO, *Las garantías autónomas*, cit., pp. 384-389.

El precepto mencionado contempla una figura bien diferente a la transferencia de la garantía de la que acabamos de ocuparnos. Se regula en él la cesión por el beneficiario de los «resultados» o «sumas» que le correspondan, o le puedan corresponder, en virtud de la garantía. O, en otras palabras: la norma se refiere a la transmisión separada (con respecto a la relación causal) del derecho de crédito que el beneficiario ostenta (u ostentará una vez formulada correctamente la reclamación del pago) contra el garante. El beneficiario mantiene, por tanto, su condición de tal, de forma que será siempre él quien haya de presentar la reclamación de pago (y quien, por ejemplo, haya de consentir las modificaciones de la garantía para que le vinculen: art. 11.b URDG). El cesionario no tendrá legitimación, así, para efectuar la presentación a pesar de que será quien finalmente reciba las cantidades hechas efectivas con cargo a la garantía.

En consecuencia, el cesionario no es quien decidirá si se ha dado el supuesto de hecho que justifica requerir el pago; tampoco será quien produzca o presente documentos a estos efectos. La cesión de las «sumas a cobrar» no comporta, por tanto, una modificación del riesgo al que el deudor principal y el garante han consentido en exponerse. De ahí que las URDG no consideren necesario el consentimiento de ninguno de ellos para que la cesión opere y sea eficaz entre las partes.

La cesión puede tener por objeto un crédito ya actual frente al garante —si se produce una vez presentada una reclamación conforme con los términos de la garantía— o un crédito eventual —si se lleva a efecto antes de que el beneficiario haya formulado la pertinente reclamación—. En este segundo caso la posición del cesionario resulta ciertamente débil en la medida en que la efectividad de su derecho depende, en última instancia, de que el cedente presente efectiva y correctamente el correspondiente requerimiento de pago⁽⁸¹⁾. Si así no lo hace, el cesionario carecerá de acción frente al garante y deberá dirigirse contra el cedente ejercitando las acciones que le correspondan de conformidad con la ley aplicable (y el contrato de cesión).

Finalmente, es importante recordar que, cuando la garantía esté sujeta a las URDG, el garante no estará obligado a pagar al cesionario del producto salvo que haya manifestado su acuerdo. Ello significa que, si bien la cesión será plenamente eficaz *inter partes*, no lo será frente al garante sino cuando medie su consentimiento (no basta, por tanto, con que se ponga en su conocimiento la cesión operada)⁽⁸²⁾.

(81) Esta afirmación debe, con todo, ser matizada en alguna medida. En efecto, con cierta frecuencia la «cesión del producto» de la garantía se realiza a favor de un banco en garantía, precisamente, de las facilidades crediticias concedidas por éste. En estas hipótesis parece evidente que el beneficiario tiene un interés propio en reclamar el pago de la garantía ante el incumplimiento del ordenante porque ello le permitirá al menos reducir su deuda con el banco cesionario (cfr. BERTRAMS, *Bank guarantees*, cit., pp. 233-234).

(82) Las URDG se separan así de la regla general vigente en nuestro Derecho (y en otros ordenamientos). En efecto, de acuerdo con el régimen general de la cesión de créditos, una vez que el deudor cedido tiene conocimiento de la cesión no puede efectuar el pago al cedente (antiguo acreedor) con efectos liberatorios frente al cesionario (acreedor actual). Sin embargo, el artículo 33.g.ii URDG permite al garante liberarse pagando al cedente a pesar de conocer la cesión realizada en tanto no la consienta. Ahora bien: esta regla no impide al garante pagar al cesionario si lo cree oportuno con plena eficacia liberatoria.

4. Presentación, examen y rechazo o atención del requerimiento de pago

A) Presentación del requerimiento de pago

El requerimiento de pago deberá presentarse al garante en el lugar especificado en la garantía o, en su defecto, en el lugar de su emisión, en o antes del «vencimiento» (*on or before expiry*)⁽⁸³⁾ (art. 14.a URDG). Si se presenta a otro sujeto (por ejemplo, al banco avisador), o en otro lugar, o con posterioridad al momento referido, se tratará de una presentación no conforme con los términos de la garantía y con las Reglas y, en cuanto tal, el garante podrá lícitamente rechazar efectuar el pago⁽⁸⁴⁾.

A este propósito conviene detenerse sobre una de las novedades introducidas por la nueva versión de las URDG, cual es la relativa a las llamadas presentaciones incompletas. En efecto, tanto las URDG-458 como las URDG-758 consideran no conformes las presentaciones que no incluyan todos y cada uno de los documentos requeridos. Ahora bien, las antiguas URDG no iban más allá de esta consideración y dejaban sin solucionar una cuestión frecuentemente suscitada en la práctica por los garantes: supuesta la recepción de una reclamación incompleta, ¿debía el garante denegar sin más el pago restituyendo inmediatamente los documentos o debía conservarlos esperando que fuera completada sin pronunciarse sobre la reclamación? El artículo 14.b URDG-758 trata de dar una respuesta equilibrada a esta situación estableciendo que «una presentación tiene que ser completa salvo que se indique que se completará antes del vencimiento. En ese caso se completará antes del vencimiento». En consecuencia, si el beneficiario indica, al realizar su presentación, que ésta se completará posteriormente el garante no puede rechazarla y deberá conservar los documentos a la espera de que efectivamente se complete⁽⁸⁵⁾ (lo que podrá hacerse hasta el momento del vencimiento; una vez pasado éste ya la presentación será considerada no confor-

(83) Debe tenerse presente que, en el caso de una fecha de «vencimiento» (*expiry date*), el requerimiento puede ser presentado durante todo el día en cuestión. Si, por el contrario, se previó un «hecho de vencimiento» (*expiry event*), la reclamación sólo será conforme si se llevó a cabo antes de que se presentaran los documentos que indican que se verificó el acontecimiento condicionante (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 217-218). En todo caso, ha de recordarse el sentido que el término «vencimiento» adquiere en las URDG (*vid. supra* nota 70 y texto correspondiente).

(84) Debe advertirse que el requerimiento de pago no es más que una de las modalidades de «presentación» previstas en las URDG. De hecho, el artículo 2 define la «presentación» como «la entrega de documentos al garante en virtud de una garantía o los propios documentos entregados» para, seguidamente, precisar que ello «incluye una presentación distinta a un requerimiento, por ejemplo una presentación con el propósito de activar el vencimiento de la garantía o una variación de su importe» (sobre estos tipos de presentaciones que no constituyen reclamaciones o requerimientos de pago, cfr., *supra*, III.2.c).

(85) En este caso el plazo concedido por el artículo 20.a URDG en orden a realizar el examen de la presentación (*infra*, III.4.C) no empezará a correr hasta que ésta se haya completado. Lo mismo sucederá con el plazo otorgado para enviar la notificación del rechazo del documento (*infra*, III.4.D). Y, consecuentemente, en tanto no se complete la presentación tampoco será aplicable la sanción de preclusión prevista en el artículo 24.f URDG (*infra*, III.4.D).

me⁽⁸⁶⁾. Si, por el contrario, el beneficiario presenta su requerimiento sin señalar que se completará más tarde, el garante podrá ya examinarla como una presentación «cerrada» y rechazarla por falta de conformidad.

Así pues, el requerimiento de pago debe ir acompañado de los documentos especificados en la garantía⁽⁸⁷⁾. Cuando se trate de documentos emitidos por el ordenante o el beneficiario (o por cuenta de cualquiera de ellos) deberán estar redactados en la lengua de la propia garantía, salvo que otra cosa se haya establecido. Como se apuntó previamente (*supra*, II.3), excepto que se excluya su necesidad de forma expresa, la reclamación de la garantía debe ir acompañada (en el propio documento que contenga el requerimiento o en otro debidamente firmado que acompañe a aquél o lo identifique⁽⁸⁸⁾) de una declaración del beneficiario en la que se indique en qué aspecto el ordenante ha incumplido sus obligaciones en el marco de la relación subyacente⁽⁸⁹⁾. Se entiende que, salvo que la garantía disponga algo diferente, esta manifestación no tiene que entrar en excesivos detalles, sino que bastará una descripción del incumplimiento realizada en términos generales (que la prestación debida no fue completada en tiempo, que la obra comprometida presentaba defectos...)⁽⁹⁰⁾.

⁽⁸⁶⁾ En efecto, han de presentarse dentro del tiempo hábil *todos* los documentos exigidos en la garantía (cfr. ESPIGARES, *La garantía «a primer requerimiento»*, cit., pp. 336-337).

⁽⁸⁷⁾ Los apartados (c), (d) y (e) del artículo 14 URDG contienen normas específicas referentes a las presentaciones en forma electrónica y en soporte papel.

⁽⁸⁸⁾ Recuérdesse (*vid. supra*, nota 47) que esto no significa que a la «declaración de soporte» no le sea aplicable el régimen antes visto de las presentaciones incompletas. Si no se indica en la reclamación que se completará más tarde (en su caso, con la «*supporting statement*»), el garante (o contragarante) podrá examinarla y rechazarla por falta de conformidad. Lo único que permite la norma señalada (art. 15, apartados [a] y [b]) es que tal declaración se formalice separadamente del requerimiento; pero en nada altera el resto del régimen de las presentaciones.

⁽⁸⁹⁾ Si se trata de una contragarantía esta «declaración de soporte» que habrá de realizar la parte a favor de quien se emitió la contragarantía (sea un garante, sea otro contragarante: *vid. supra*, nota 36) deberá señalar que el presentador ha recibido un requerimiento conforme en virtud de la garantía (o de la contragarantía, en su caso) emitida por dicha parte.

⁽⁹⁰⁾ Como se indicó previamente (nota 65), la Publicación núm. 758 de la CCI, que contiene las revisión de 2010 de las URDG, incluye también modelos de garantía y contragarantía, de cláusulas opcionales y de «declaraciones de soporte». En relación con estas últimas, y en relación con una garantía de licitación, bastaría con indicar, por ejemplo, que «*el ordenante ha retirado su oferta durante el período de licitación*» o que «*a pesar de haber resultado adjudicatario, el ordenante no ha firmado el contrato correspondiente a su oferta y/o ha dejado de presentar las garantías requeridas en las condiciones de licitación*». Y, si la garantía es de cumplimiento o buena ejecución, el modelo de declaración ofrecido por la CCI es el que a continuación se reproduce: «*El ordenante ha incumplido sus obligaciones en la relación subyacente debido a [una entrega fuera de plazo] [que la ejecución del contrato no se ha completado en la fecha prevista] [la cantidad de mercancía suministrada es inferior a la prevista por contrato] [las obras entregadas son defectuosas] etc.*». A ello se añade la siguiente advertencia: «*Las declaraciones de soporte solicitadas en otros tipos de garantía (pago anticipado, retención de pago, entrega, calidad, mantenimiento, etc.) deberían igualmente redactarse en forma genérica sin que fuera necesario para el beneficiario demostrar su reclamación, o aportar minuciosos detalles técnicos del incumplimiento, en ausencia de un requerimiento específico en la garantía*».

Por lo que hace a la cuantía reclamada, el artículo 17.a URDG establece que el requerimiento puede efectuarse por un importe inferior al importe total disponible. Se reconoce así expresamente (siempre salvo que la garantía establezca otra cosa) la posibilidad de realizar «requerimientos parciales» que, caso de ser atendidos, reducirán evidentemente el importe pagadero en virtud de la garantía (art. 25.a.1 URDG). Ha de tenerse en cuenta, por lo demás, que como regla general puede efectuarse más de un requerimiento en virtud de la garantía, es decir, son posibles «múltiples requerimientos» (art. 17.b URDG). De este modo, a través de una pluralidad de requerimientos parciales puede terminar reclamándose el total importe de la garantía. Esto es relevante en la práctica porque muy frecuentemente las garantías se emiten por un importe máximo, y no por un importe fijo, poniéndose así de manifiesto que el beneficiario puede formular requerimientos distintos para cada incumplimiento que se produzca, ajustando la cuantía de cada uno de ellos a las circunstancias concurrentes (piénsese en que la obligación garantizada tenga por objeto un conjunto de prestaciones sucesivas).

No obstante, la garantía puede prohibir los requerimientos múltiples, en cuyo caso sólo es posible realizar un único requerimiento (sea por la totalidad del importe disponible, sea por parte de él). En el bien entendido de que si el requerimiento realizado resulta rechazado se tendrá por no efectuado y, en tanto no venza la garantía, podrá efectuarse otro (art. 17.d URDG). Esta regla constituye aplicación de la más general de la «independencia» o «separabilidad» de los requerimientos (art. 18.a URDG), según la cual efectuar una reclamación que no sea conforme (o desistir de la ya realizada) no impide efectuar nuevas reclamaciones antes de que transcurra el plazo hábil para ello (tanto si la garantía prohíbe los requerimientos parciales o múltiples como si no).

Por supuesto, el garante no está obligado a pagar una cantidad mayor que la disponible según la garantía⁽⁹¹⁾. Pero es que, si se presenta un requerimiento superior al importe disponible, no está ni siquiera obligado a entregar éste, porque la reclamación se considerará no conforme (art. 17.e.i URDG)⁽⁹²⁾.

⁽⁹¹⁾ A estos efectos resulta irrelevante el valor de la prestación objeto de la relación subyacente. Naturalmente, lo expuesto en el texto no implica que el garante no esté obligado al abono de los intereses que correspondan en el caso de que demore el pago habiéndose realizado un requerimiento conforme (BUSTO LAGO, «Contrato de garantía...», cit., p. 4116).

⁽⁹²⁾ Tampoco será conforme el requerimiento cuando la declaración de soporte u otros documentos exigidos por la garantía indiquen importes (relacionados con el montante del incumplimiento) cuya suma total sea inferior al importe reclamado (art. 17.e.ii URDG). Esta norma debe evidentemente ponerse en contacto con la contenida en el artículo 18.b URDG, que exige que los datos contenidos en los documentos presentados de acuerdo con la garantía no deben ser contradictorios con los datos que figuren en otros documentos también requeridos por la garantía. No obstante, ha de advertirse que la señalada regla del artículo 17.e presenta una interesante peculiaridad: la «inconsistencia» es relevante y convierte el requerimiento en no conforme cuando se reclama más de lo que sugieren los documentos que lo acompañan; por el contrario, si se reclama menos de lo que se deduce de éstos, entonces el requerimiento no será (por esa sola causa) no conforme (art. 17.e, *in fine*, URDG).

Finalmente, el garante deberá informar sin demora a la parte instructora (o, en caso de una contragarantía, al contragarante) de cualquier requerimiento que se presente, así como de cualquier solicitud en la que, como alternativa, se solicite la prórroga de la garantía. A su vez, siempre en caso de contragarantía, el contragarante informará a su parte instructora sobre los mismos extremos (art. 16 URDG). Ha de observarse que este deber de informar surge con independencia de que la presentación sea o no conforme, y que en ningún caso se exige que la comunicación se efectúe antes de pagar (si la reclamación es conforme) o de rechazar el pago (si no es conforme). De hecho, la única constricción del garante es actuar «sin demora», de tal suerte que si la reclamación es muy sencilla y su examen no presenta especial complejidad, probablemente se pague o se rechace antes de informar, mientras que lo contrario sucederá si el requerimiento es muy complejo y el análisis exige agotar prácticamente el plazo de cinco días hábiles concedido para ello (cuestión distinta es que el garante se encuentre obligado a proporcionar la información antes de pagar o de rechazar el requerimiento en virtud de sus particulares acuerdos con la parte instructora). Así pues, en el sistema de las URDG la comunicación de la presentación de un requerimiento de pago tiene un sentido estrictamente informativo⁽⁹³⁾; al imponerla no se pretende dar la oportunidad a la parte instructora para que se oponga al pago (bien tratando de influir sobre el

(93) En relación con este deber de comunicar la presentación de una reclamación se ha señalado en ocasiones que su establecimiento supone, a fin de cuentas, establecer un vínculo entre la relación subyacente y la de garantía, lo que termina por comprometer la independencia de esta última. En realidad, en el fondo de este planteamiento se encuentra la idea de que las garantías independientes no poseen, al menos en todo caso, el mismo grado de firmeza e incontestabilidad que las cartas de crédito *standby*. En efecto, no es infrecuente en el pensamiento de los expertos en la materia, especialmente de los norteamericanos, partir de la distinción entre instrumentos que tienden a conseguir un pago inmediato por parte de una entidad neutral ante la presentación de una demanda documentaria (*payment-oriented instruments*), de una parte, y garantías que aseguran la existencia de un pagador solvente después de un proceso de negociación entre las partes de la relación subyacente, proceso que se ve facilitado por la existencia de la garantía (*compromise-oriented instruments*). Las primeras, de mayor grado de firmeza y que constituirían verdaderos compromisos independientes, supondrían —si se aceptara esta visión— que es el beneficiario quien retiene los fondos mientras se produce, si es el caso, cualquier tipo de negociación con el ordenante; las segundas, por el contrario, se caracterizarían por ser el banco quien, entre tanto, retiene el pago. Pues bien, según algunas opiniones, mientras las *standbys* caen invariablemente en el campo de las garantías del primer tipo, muchas de las garantías bancarias «a primer requerimiento» emitidas en Europa y otros espacios económicos se encuadran entre las segundas.

Lo cierto es, sin embargo, que este planteamiento no parece incontestable. En efecto, la independencia entre la garantía y la relación subyacente queda perfectamente asegurada si se desvincula absolutamente la obligación de notificar de la de examinar y pagar, y si se deja claro que el incumplimiento de la obligación de notificación en ningún caso afecta a la eficacia e irrevocabilidad del pago realizado. Todo ello queda perfectamente de manifiesto, a mi juicio, en las URDG: la obligación de comunicar la presentación de la reclamación no interferirá en absoluto con la obligación de decidir en el plazo de cinco días hábiles si se va o no a pagar. Lo que significa, en primer lugar, que el garante no podrá demorar el pago alegando que está pendiente de la contestación de la parte instructora; y, en segundo término, que el pago no se encuentra condicionado o supeditado al consentimiento (o previa expresión del parecer) de dicha parte.

garante, bien tratando de obtener alguna medida cautelar que impida que el pago se realice)⁽⁹⁴⁾.

Por lo demás, debe precisarse que el garante no quedará eximido del deber de informar previsto en el artículo 16 URDG por el hecho de que, al amparo del artículo 20.a URDG, decida dirigirse a la parte instructora (o, en su caso, al contragarante) para obtener «una renuncia a las discrepancias»⁽⁹⁵⁾ (art. 24.c URDG).

B) *Requerimientos bajo la forma «prorroque o pague»*

Alguna reflexión debe hacerse, al hilo del análisis del artículo 16 URDG, acerca de las reclamaciones presentadas bajo la forma «prorroque a pague» (*extend or pay demands*)⁽⁹⁶⁾. En efecto, como se acaba de ver el garante debe informar cuando se presenta una reclamación de este tipo. ¿Cómo encaja ello con el régimen previsto en el artículo 23 URDG y, en general, con el régimen de la presentación y del examen de los requerimientos de pago?

Hay que empezar por recordar que es frecuente en la práctica internacional⁽⁹⁷⁾ que los beneficiarios presenten solicitudes de prórroga de la garantía que incorporan un requerimiento de pago para el caso de que tal extensión de la vigencia temporal de la garantía no sea concedida⁽⁹⁸⁾. De este modo, la posibilidad de tener que pagar

(94) Por ello no creo acertado afirmar que, en el contexto de las URDG, la obligación de comunicación del garante tiene la finalidad de permitir al ordenante (en realidad, a la parte instructora) suministrar la prueba líquida del carácter fraudulento o abusivo de la reclamación presentada para posibilitar que el garante pueda oponerla como excepción (cfr., sin embargo, en relación con las URDG-458, BUSTO LAGO, *Las garantías personales*, cit., p. 208, y «Contrato de garantía a primer requerimiento», cit., p. 4128).

(95) *Vid.*, *infra*, III.4.D.

(96) Naturalmente, esta cuestión es bien diferente de las suscitadas por la inclusión en la garantía de cláusulas de «prórroga» (*extension clauses*), de acuerdo con las cuales el beneficiario goza de la posibilidad —en su caso sometida a ciertos condicionantes (por ejemplo, la presentación de documentos que acrediten que el contrato subyacente no ha sido ejecutado en su totalidad)— de obtener una extensión del período de exigibilidad de la garantía (cfr. BERTRAMS, *Bank Guarantees*, cit., pp. 83-84).

(97) A veces se manejan porcentajes realmente sorprendentes. BERTRAMS (*Bank guarantees*, cit., p. 207) llega a afirmar que más del 90 por 100 (!) de las reclamaciones de las garantías a primer requerimiento son reclamaciones efectuadas bajo la forma «*extend or pay*».

(98) En ocasiones la solicitud se limita a la prórroga, pero se añade a ella una advertencia para hacer saber al garante y al ordenante que si no se concede dicha prórroga se presentará a continuación un requerimiento de pago. No constituyen, por tanto, auténticas reclamaciones en la forma «prorroque o pague», puesto que no se solicita el pago como alternativa. En consecuencia, su tratamiento será sencillamente el que corresponde a una solicitud de modificación de los términos de la garantía (*vid. supra*, nota 54). Tampoco responden a la figura examinada en el texto las conocidas como reclamaciones «*hold for value*», en las que el beneficiario realiza una presentación perfectamente conforme pero no exige el pago inmediato de la garantía sino la retención de su importe: sólo pretende asegurarse de que la

inmediatamente es utilizada como una medida de presión para obtener una prórroga de la garantía. Incluso es habitual que este tipo de solicitudes se presenten repetidamente, trasladando sucesivamente la fecha de extinción de la garantía bastante más allá de la establecida inicialmente.

Aunque en ocasiones se mantiene lo contrario, a veces este tipo de demandas se encuentran justificadas. Así sucede, por ejemplo, cuando el deudor principal no ha podido cumplir totalmente con su obligación en el tiempo marcado; en estos casos es posible que el beneficiario, antes que reclamar el pago de la garantía, desee conceder un nuevo plazo a su deudor, condicionando el otorgamiento de este nuevo plazo a que la garantía se prorrogue de modo que cubra futuros posibles incumplimientos⁽⁹⁹⁾. Por ello, se trataría de una demanda *extend or pay* que no podría ser considerada en sí misma abusiva (de hecho, cuando adoptan esta forma se suele hablar de *pay or extend demands*). Tampoco sería abusiva una reclamación de prórroga combinada con la solicitud alternativa de pago cuando se tratara con ella de mantener la cobertura de la garantía mientras se solucionan las controversias surgidas de la relación subyacente, o mientras el beneficiario procede a examinar adecuadamente su posición y decide si reclamar o no⁽¹⁰⁰⁾. Por el contrario, en otras ocasiones una solicitud de prórroga o pago sí resulta abusiva; así ocurre cuando el beneficiario no espera un tardío cumplimiento o una prestación complementaria por parte del cliente del garante, o cuando él mismo ha hecho imposible tal cumplimiento; o en aquellos casos en que se pretende ejercer presión sobre el ordenante de la garantía a fin de que haga concesiones como, por ejemplo, la ejecución de obras o modificaciones no previstas en el contrato.

Supuesto, por tanto, que las reclamaciones del tipo «prorrogue o pague» no son siempre y por sí mismas abusivas, el problema básico se traslada a determinar cuál ha de ser su tratamiento. Si se entiende que se trata de reclamaciones de pago conformes, se concluiría que, en el caso de que la prórroga fuera denegada, el beneficiario no tendría que formular un nuevo requerimiento, sino que el ya efectuado se consideraría correcto y debería ser atendido en la medida en que cumpliera con los demás requisitos establecidos en la carta de garantía. Si, por el contrario, se entiende que se trata de una

presentación se ha hecho en tiempo hábil mientras se negocia con el ordenante algún extremo relativo a la relación subyacente sin colocarse en la posición radical de haber reclamado el pago del garante (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 296; una visión algo diferente en BERTRAMS, *Bank guarantees*, cit., pp. 212-215). Este segundo tipo de prácticas tampoco son reguladas por las URDG y sobre ellas gira la duda de si son auténticas reclamaciones y, en caso de serlo, si son o no abusivas.

⁽⁹⁹⁾ Es muy posible que el beneficiario evalúe la situación y concluya que resultará más fácil y económico que sea el ordenante quien remedie el incumplimiento o defectuoso cumplimiento que reclamar el pago de la garantía (la cual puede cubrir sólo una fracción del valor de la prestación) y buscar luego otro suministrador, vendedor o constructor.

⁽¹⁰⁰⁾ No obstante hay quien entiende que, independientemente de los motivos que impulsen a presentar una reclamación *extend or pay*, este tipo de reclamaciones son siempre, intrínsecamente, abusivas. En efecto, se razona que si el riesgo cubierto por la garantía no se ha materializado, se puede solicitar una prórroga —para cubrir una prolongación en el cumplimiento de la obligación subyacente— pero no presentar una reclamación. Y si el riesgo cubierto ya se ha materializado, entonces lo que ha de hacerse es reclamar el pago y no solicitar una extensión de la vigencia temporal de la garantía.

reclamación no conforme, la solicitud de prórroga sería tratada como una petición de modificación de la carta de garantía; si la modificación no se produjera en los términos requeridos, el emisor podría denegar el pago y el beneficiario habría de reiterar la reclamación antes de la finalización del plazo de vigencia de la garantía.

Pues bien, el artículo 23 URDG responde a la idea de que la reclamación de pago contenida en una reclamación del tipo «prorrogue o pague» puede constituir una demanda correcta. Y a partir de esta premisa establece una regulación que cabe sintetizar en torno a los siguientes puntos:

(i) El garante *podrá*, ante un requerimiento conforme que incluya como alternativa una solicitud de prórroga de vencimiento, suspender el pago durante un período no superior a 30 días naturales contados desde la recepción de la reclamación (art. 23.a URDG)⁽¹⁰¹⁾. Así pues, el garante puede, en primer lugar, considerar la presentación únicamente como un requerimiento de pago y hacer efectiva la garantía⁽¹⁰²⁾ (cumpliendo, eso sí, lo dispuesto en el artículo 16 URDG). Pero está también facultado por las Reglas para suspender el pago durante el tiempo que determine discrecionalmente (con un máximo de 30 días naturales)⁽¹⁰³⁾. Se supone que, durante este tiempo, la parte instructora podrá valorar si autoriza al garante para ampliar el tiempo de vigencia de la garantía y, en su caso, llevar adelante las oportunas negociaciones con el beneficiario.

(ii) Si el garante decide efectivamente suspender el pago deberá informar del plazo de suspensión a la parte instructora (o, en el caso de una contragarantía, al contragarante quien, a su vez, informará a la parte instructora). De esta manera el ordenante sabrá con qué tiempo cuenta para desarrollar sus conversaciones con el beneficiario. El cumplimiento de esta obligación supone la satisfacción del deber de

(101) Cuando, a continuación de dicha suspensión, el garante realice a su vez, en virtud de la contragarantía, una reclamación en la forma «prorrogue o pague», el contragarante podrá suspender el pago por un período igual a aquél por el que fue suspendido el pago de la garantía reducido en cuatro días naturales (art. 23.b URDG). La norma está pensada para el supuesto en el que el garante, contemplando la eventualidad de que finalmente llegue a conceder al beneficiario la prórroga solicitada, pretenda que la vigencia temporal de la contragarantía se extienda en la misma medida. Al determinar que la suspensión acordada por el contragarante será más breve que la decidida por el garante se quiere asegurar que éste no habrá de pagar al beneficiario antes de conocer la decisión de aquél sobre su petición. En todo caso, y naturalmente, si el garante decide pagar en lugar de suspender puede reclamar inmediatamente el pago del contragarante. Y éste, por su parte, ante una reclamación en la forma «prorrogue o pague» de la contragarantía puede igualmente optar por no suspender el pago y realizarlo.

(102) De acuerdo con las URDG-458 el garante no tenía la posibilidad de suspender el pago, sino la *obligación* de hacerlo *durante un período de tiempo razonable* para permitir al ordenante y al beneficiario ponerse de acuerdo sobre la concesión de tal prórroga y para permitir al ordenante tomar disposiciones con vistas a la emisión de la correspondiente modificación de la garantía (art. 26): cfr. DÍAZ MORENO, «Las reglas uniformes de la Cámara de Comercio Internacional sobre Garantía a Demanda», cit., pp. 8-9.

(103) Puede suceder que el plazo de vigencia de la garantía expire durante el período de suspensión. Ello no perjudicará al beneficiario, puesto que, suponiendo que la prórroga no se conceda, habrá realizado una presentación conforme y recibirá el pago. Y, por supuesto, tampoco impide al garante prorrogar la garantía.

información previsto en el artículo 16 URDG (al que antes hicimos referencia: *supra*, III.4.A)⁽¹⁰⁴⁾.

(iii) Si dentro del período de suspensión se concede la prórroga solicitada⁽¹⁰⁵⁾ se entenderá retirado el requerimiento de pago, de tal suerte que el garante no habrá de efectuar el pago en tanto no se realice una nueva presentación conforme⁽¹⁰⁶⁾. Naturalmente, si el emisor de la carta de garantía otorga la prórroga sin contar con la autorización o con las instrucciones de su parte instructora, la nueva fecha de extinción le vinculará con el beneficiario (art. 11.b URDG), pero dicha parte instructora no se verá afectada en ninguna medida por tal modificación. En consecuencia, el banco garante no podrá cobrar comisiones por el suplemento de tiempo concedido ni, lo que es más importante, podrá requerir el reembolso de lo pagado al beneficiario si el pago se realizó contra presentación de una demanda o reclamación posterior a la fecha de extinción inicial, que era sobre la que versó el acuerdo de emisión de la garantía (que no puede modificarse sin consentimiento de ambas partes)⁽¹⁰⁷⁾.

(iv) Si, por el contrario, la prórroga solicitada no se concede dentro del tiempo de suspensión dispuesto por el garante, se entenderá subsistente el requerimiento de pago y se abonará la cantidad reclamada sin necesidad de reiterar la reclamación (art. 23.d URDG)⁽¹⁰⁸⁾.

(v) Ha de tenerse en cuenta que, incluso aunque el garante hubiera suspendido el pago en relación con una reclamación en la forma «prorroga o pague», no estará obligado luego a modificar la garantía para prorrogarla siguiendo las instrucciones de la parte instructora (art. 23.e URDG). La novación modificativa de la obligación del garante requiere siempre y en todo caso su consentimiento. En nada influirá un even-

(104) El problema es que el artículo 16 URDG obliga a informar a la parte instructora aunque la reclamación no sea conforme. Por tanto, a menos que la conformidad del requerimiento pueda ser determinada rápidamente (en cuyo caso la comunicación del art. 23.c puede sustituir a la del art. 16), el garante deberá realizar la notificación del artículo 16 (que ha de efectuarse «sin demora») y luego, una vez que se ha comprobado que la reclamación es conforme y bajo la forma «*extend or pay*», informar de acuerdo con el artículo 23.c URDG. Nótese que, si el requerimiento se desvelara finalmente como no conforme y no se hubiera hecho la comunicación prevista en el artículo 16, el garante habría incumplido su obligación de notificar.

(105) Tiene que ser una prórroga concedida precisamente por el período de tiempo solicitado en la reclamación. Si es por un tiempo inferior el beneficiario podrá actuar como ante cualquier otra modificación de la garantía y aceptarla o rechazarla (teniendo entonces en este último caso derecho a obtener el pago sin necesidad de presentar un nuevo requerimiento).

(106) Recuérdese que, con arreglo al artículo 18.a URDG, una presentación retirada (incluso «presuntamente» retirada —cfr. art. 23.d URDG—) se tiene por no realizada, pero no impide en absoluto realizar otra posteriormente dentro del período hábil para ello.

(107) Cfr. DÍAZ MORENO, «Las Reglas Uniformes...», cit., p. 9; BUSTO LAGO, «Contrato de garantía...», cit., p. 4123.

(108) A este propósito ha observarse que, aunque antes de la expiración del período de suspensión el ordenante o la parte instructora comuniquen al garante que no se autoriza la prórroga, este último no podrá pagar antes de la finalización de dicho período, ni el beneficiario podrá exigirle que lo haga (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 348-349).

tual acuerdo cerrado entre principal y beneficiario acerca de la prórroga de la garantía sobre la obligación asumida por el emisor salvo en la medida en que éste, a su vez, preste su conformidad. Repárese en que el garante puede no estar satisfecho con el tiempo suplementario que el ordenante conviene en conceder o con las comisiones a pagar o con que no se le prorrogue la contragarantía... Si, por cualquier causa, rechaza conceder la prórroga, el garante deberá, obviamente, proceder al pago.

(vi) En todo caso, el garante (o, en su caso, el contragarante) informará sin demora a la parte de la que recibió las instrucciones de su decisión de prorrogar o de pagar.

(vii) El garante (o, en su caso, el contragarante) no asume ninguna responsabilidad por la suspensión del pago de conformidad con las Reglas (art. 23.g URDG). Por tanto, nada puede reclamar el beneficiario quien, al formular su requerimiento en una determinada forma, ha posibilitado la puesta en marcha del expediente de la suspensión. Por ello, y salvo que se haya pactado en la garantía, el beneficiario no tiene derecho a percibir un interés por el tiempo de dilación en el pago.

C) Examen del requerimiento

Uno de los puntos críticos en la regulación de las garantías independientes es el del examen del requerimiento de pago y de sus documentos adjuntos (es decir, en términos de las URDG, de la propia «presentación», ya que este vocablo designa no sólo el acto de la entrega, sino los propios documentos entregados: art. 2 URDG). Tal función corresponde al garante (o al contragarante, en caso de reclamación del pago de una contragarantía) o a aquella otra persona designada en la garantía para actuar en nombre del garante a estos efectos. Por ello, el mero hecho de ser parte avisadora⁽¹⁰⁹⁾ no autoriza para llevar a cabo el examen de los documentos caso de que se presentaran a tal parte.

Los problemas básicos que se plantean consisten en determinar cuál es el estándar de diligencia aplicable, a qué extremos debe extenderse el examen y con qué tiempo cuenta el garante para realizarlo.

En cuanto a lo primero, debe señalarse como hecho significativo que ha desaparecido de las URDG-758 la referencia a que el examen ha de hacerse «con un cuidado razonable» que, sin embargo, se contenía en el artículo 9 de las URDG-458⁽¹¹⁰⁾. Se pretendió con ello eliminar incertidumbres aunque, en realidad, no parece haberse ganado demasiado en este terreno, puesto que el garante habrá de examinar los documentos con la diligencia y el cuidado propios de un profesional, lo que deberá determi-

⁽¹⁰⁹⁾ Sobre el aviso de la garantía, cfr. *supra*, nota 52.

⁽¹¹⁰⁾ La nueva versión de las URDG se sitúa así en línea con la última versión de las RUU, en cuyo artículo 14 (el dedicado al examen de los documentos) no aparece ya la tradicional mención a que el emisor debe examinar los documentos presentados «*with reasonable care*» [cfr. MARIMÓN, «La nueva edición de las Reglas de la CCI para los Créditos documentarios (UCP 600)», cit. pp. 31-32].

narse en cada caso atendiendo, entre otras cosas, a la práctica internacional estándar en materia de garantías a primer requerimiento⁽¹¹¹⁾.

Por lo que concierne al alcance del examen documental, debe decirse que habrá de circunscribirse a aspectos puramente formales y externos porque se trata de comprobar si la presentación es «en apariencia» («*on its face*») acorde con los términos y condiciones de la garantía, con las propias Reglas y, en ausencia de disposición aplicable en aquélla y en éstas, con la práctica internacional en la materia (arts. 2 y 19.a URDG). El garante no tiene que entrar a determinar la validez intrínseca de los documentos o su correspondencia con la realidad, lo que queda reflejado además en el artículo 27 URDG⁽¹¹²⁾, que prevé que el garante no asume ninguna responsabilidad por la eficacia sustancial de los documentos, siempre que haya actuado de buena fe (art. 30 URDG). En todo caso, hay que recordar que el examen se llevará a cabo «basándose únicamente en la presentación» («*on the basis of a presentation alone*»), esto es, sin atender a hechos externos o a otros documentos que no se integran en dicha presentación. Y debe igualmente tenerse en cuenta que los datos que figuren en un documento no pueden ser analizados aisladamente, sino que deben examinarse en el contexto del propio documento en el que consten, del conjunto de la garantía y de las Reglas (art. 19.b URDG). Éstas se ocupan de precisar, por lo demás, que los datos contenidos en un documento requerido en la garantía no pueden ser contradictorios, ni con el resto del contenido de ese documento, ni con el de otros documentos requeridos, ni con el de la garantía⁽¹¹³⁾. Hay que considerar a este respecto que el deber de examen del garante no se extiende a los documentos presentados a pesar de no ser exigidos por la garantía: el garante no puede tomarlos en cuenta (ni siquiera cuando se muestren contradictorios con los restantes integrados en la presentación) y podrá devolverlos a quien los hubiera presentado (art. 19.d URDG).

Para llevar a cabo el examen de los documentos y decidir si ha de realizar o no el pago el garante cuenta con un plazo de cinco días hábiles contados a partir del día

(111) Práctica a la que, por lo demás, ha de recurrirse igualmente para valorar si una presentación es o no conforme (art. 2 URDG) y, por tanto, no ya como parámetro para valorar la conducta del garante, sino como elemento relevante para determinar el sentido de la decisión sobre la conformidad del requerimiento.

(112) Este artículo establece que el garante no asume ninguna obligación por: (a) la forma, suficiencia, exactitud, autenticidad, falsedad o valor legal de firma o documento alguno que le sea presentado; (b) las declaraciones generales o particulares efectuadas o sobreimpresas en cualquier documento que le sea presentado; (c) la descripción, cantidad, peso, calidad, estado, embalaje, entrega, valor o existencia de las mercancías, servicios u otras prestaciones o datos representados o referidos en cualquier documento que le sea presentado; y (d) la buena fe, los actos, las omisiones, la solvencia, el cumplimiento de las obligaciones o la reputación de cualquier persona que emita o a la que se haga referencia en cualquier otra capacidad en cualquier documento que le sea presentado.

(113) Obsérvese que la presentación no será conforme si se aprecia contradicción. Sin embargo, no habrá motivos para rechazar el requerimiento si los datos son simplemente diferentes, como puede suceder cuando en uno de los documentos se contienen más detalles que en otro pero sin que exista incompatibilidad entre lo expresado en ambos (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., pp. 319-320).

siguiente al de la presentación (art. 20.a URDG)⁽¹¹⁴⁾. Hay que tener presente que este plazo no se verá afectado por el vencimiento de la garantía (el cual, para que entre en juego la norma comentada, deberá producirse en la propia fecha de presentación o posteriormente). Desde el punto de vista práctico esto significa que el garante no ve acortado el plazo de examen que le conceden las URDG por el hecho de que la presentación se efectuara en uno de los últimos días hábiles para ello. Es decir, el garante no tiene que apresurarse en su tarea de revisión por la inminencia de la expiración del plazo para presentar reclamaciones, ni siquiera si es para decidir no pagar. De tal suerte que el beneficiario nada podrá reclamar si, a causa del agotamiento de dicho plazo, se ve de hecho impedido de efectuar una nueva presentación subsanando las discrepancias apreciadas⁽¹¹⁵⁾. Por lo demás, el hecho de que, al amparo del artículo 20.a URDG, el garante decida dirigirse a la parte instructora (o, en su caso, al contra-garante) para obtener «una renuncia a las discrepancias»⁽¹¹⁶⁾ no tendrá nunca como resultado la ampliación del plazo de cinco días mencionado en el artículo 20 URDG (art. 24.c URDG).

D) Pago o rechazo de la reclamación

Si, después de llevar adelante el preceptivo examen, el garante determina que la presentación es conforme (esto es, que resulta acorde con los términos de la garantía, con las propias Reglas y, en ausencia de norma aplicable en aquella y en éstas, con la práctica internacional estándar en la materia), deberá proceder al pago (art. 20.b URDG)⁽¹¹⁷⁾. Hace excepción a esta regla el caso ya conocido de que la reclamación se

(114) Como ya sabemos (*vid. supra*, III.4.A), si la presentación indica que va a ser completada posteriormente (art. 14.b URDG), el plazo de presentación no empezará a correr hasta que aquella no se complete efectivamente (art. 20.a, *in fine*, URDG). Análogamente, si el requerimiento no identifica la garantía en cuya virtud se efectúa, el período de revisión no se iniciará hasta el momento en el que se identifique (art. 14.f URDG), en el bien entendido de que esta regla no supone que se prorrogue la garantía, de tal modo que si la identificación se produce una vez expirado el plazo para efectuar la presentación, la reclamación resultará extemporánea y no será considerada conforme.

(115) La certidumbre sobre estos extremos es una de las ventajas del abandono (también al hilo de la reforma de 2007 de las RUU) del criterio tradicional según el cual los garantes disponían de «un plazo razonable» («*a reasonable time*») para examinar el requerimiento (cfr. art. 10.a URDG-458). Sobre los intereses involucrados en este cambio y las implicaciones del mismo en las RUU-600, *vid.* las consideraciones vertidas por DÍAZ MORENO/GUERRERO LEBRÓN («La revisión 2007 de las Reglas y Usos Uniformes relativos a los créditos documentarios: las nuevas RUU 600», cit., pp. 18-19), las cuales pueden extenderse, *mutatis mutandis*, a las garantías independientes.

(116) *Vid.*, *infra*, III.4.D.

(117) En caso de que el garante no llevara a cabo el examen del requerimiento y de los documentos adjuntos de forma diligente y, como consecuencia de ello, pagara indebidamente la suma solicitada por el beneficiario, no podría luego requerir el reembolso de la parte instructora. Sin embargo, si examinados los documentos diligentemente se efectúa el pago, la parte instructora no podrá negarse a reembolsar al garante aduciendo que, en realidad, no se produjo el incumplimiento de la obligación garantizada. Todo ello sin perjuicio de que si la ejecución de la garantía resultó indebida con arreglo a la relación subyacente el ordenante pueda reclamar del beneficiario lo recibido por éste de manera injustificada (*vid. supra*, nota 23).

realizara bajo la forma «prorroge o pague» y el garante modifique la garantía concediendo la ampliación temporal solicitada, supuesto en el que obviamente no es preciso efectuar el pago aun cuando la presentación fue, por hipótesis, considerada conforme (art. 23.d URDG).

Si, por el contrario, el garante considera la presentación no conforme tiene dos opciones (art. 24.a URDG). La primera es, simplemente, rechazar el requerimiento y denegar el pago. La segunda es dirigirse, por iniciativa propia, a la parte instructora (o al contragarante, en el caso de una contragarantía) para obtener de ésta una renuncia a hacer valer las discrepancias observadas («*waiver of the discrepancies*»)⁽¹¹⁸⁾.

(i) En caso de que el garante opte por rechazar la reclamación presentada deberá enviar una notificación a quien realizó la presentación sin demora⁽¹¹⁹⁾ y, en todo caso, no más tarde del cierre del quinto día hábil posterior a la fecha de la presentación (art. 24.e URDG). Dicha notificación deberá indicar, no sólo que el garante rechaza el requerimiento de pago, sino todas y cada una de las discrepancias en las que se sustenta dicho rechazo (art. 24.d URDG). Se pretende así dar facilidades al beneficiario para que solvente las deficiencias y pueda eventualmente presentar más tarde un requerimiento conforme. Una vez efectuada la notificación indicada, el garante podrá en cualquier momento devolver a quien los presentó los documentos en papel y disponer de la forma que crea más conveniente de los registros electrónicos (art. 24.g URDG)⁽¹²⁰⁾.

En relación con esta cuestión de la notificación del rechazo las URDG-758 contienen una novedad muy destacable con respecto a las URDG-458: me refiero a la «*preclusion rule*» establecida en el apartado (f) del artículo 24 y que tiene dos vertientes. De una parte significa que si el garante no notifica su rechazo en el tiempo marcado no podrá ya denegar el pago por no ser la presentación conforme. Y, de otro lado, implica que si, aun habiendo realizado la preceptiva comunicación en plazo, el garante no indica todas las discrepancias existentes, perderá el derecho a alegar que una posterior presentación no es conforme⁽¹²¹⁾. En otros términos: el garante que lícitamente rechaza un requerimiento con base en una determinada discrepancia no puede luego rechazar un posterior requerimiento sobre la base de una discrepancia que ya existía en

⁽¹¹⁸⁾ La misma opción se concede al contragarante cuando estima que el requerimiento presentado al amparo de la contragarantía no es conforme (art. 24.b URDG).

⁽¹¹⁹⁾ Sin demora con respecto al momento en que se tomó la decisión de denegar el pago, no con respecto al momento de la presentación del requerimiento.

⁽¹²⁰⁾ El garante podrá, por tanto, destruir los registros electrónicos pero no los documentos. Ahora bien, puede optar entre retener éstos hasta que el beneficiario reclame su devolución o devolverlos por propia iniciativa en cualquier momento. Cuando existe la posibilidad de subsanar los defectos apreciados en el requerimiento añadiendo nuevos documentos lo razonable es que garante y beneficiario convengan en que el primero conservará los ya presentados (la parte no discrepante de la presentación), y entender que con la entrega de los complementarios se habrá efectuado una nueva reclamación (que deberá ser igualmente examinada).

⁽¹²¹⁾ Las URDG incorporan así la solución clásica en materia de créditos documentarios, actualmente enunciada en el artículo 16.f RUU-600.

la presentación original pero que no se mencionó en la comunicación del rechazo de esa primera reclamación.

La importancia práctica de esta norma es indudable. En efecto, el principio de independencia o «separabilidad» de los requerimientos (art. 18.a URDG) implica que cuando una reclamación de pago es rechazada el beneficiario puede efectuar otra en tanto no expire el plazo hábil para realizar la presentación. Ello permite al beneficiario subsanar los defectos apreciados en la primera ocasión y le facilita la labor de efectuar una presentación conforme. Por eso es tan importante que el garante tenga el deber de dar noticia de todas y cada una de las discrepancias observadas. Y la posición del beneficiario se ve enormemente reforzada cuando se establece que, si el garante omite (negligente o conscientemente) comunicar alguna de ellas, ya no podrá hacerlas valer frente a una posterior reclamación de pago del beneficiario⁽¹²²⁾. Aunque, naturalmente, podrá hacer valer otras razones de no conformidad (señaladamente, que la posterior presentación se realizó una vez expirado el plazo hábil para realizarla o que los nuevos documentos presentados no son conformes).

(ii) En lugar de rechazar el requerimiento y directamente denegar el pago, el garante puede libremente⁽¹²³⁾ decidir dirigirse a la parte instructora para obtener una renuncia a las discrepancias⁽¹²⁴⁾. Esta práctica está pensada para permitir al garante pagar —si así es aceptado por la parte instructora— aun cuando la presentación no sea conforme por existir alguna discrepancia en los documentos presentados⁽¹²⁵⁾.

(122) Obsérvese que la regla de preclusión sólo entra en juego si el garante no da adecuada noticia del rechazo del requerimiento en los cinco días marcados. Pero no será efectiva si el plazo hábil para presentar reclamaciones de pago expira antes de que transcurran dichos cinco días y el garante comunica el rechazo cuando ya no es factible realizar una nueva presentación (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 361).

(123) Salvo que otra cosa se establezca en la garantía, el garante no se encuentra obligado a consultar a la parte instructora ni aun cuando así lo solicite el beneficiario.

(124) Obsérvese que esta posibilidad de dirigirse a la parte instructora (o al contragarante) «*for a waiver of the discrepancies*» sólo tiene sentido en tanto no se haya rechazado el requerimiento presentado. Recuérdese que cuando una reclamación es rechazada se equipara, a los efectos de las URDG, a una reclamación no efectuada (cfr. arts. 17.d y 18.a URDG), luego no se puede ya atender aun cuando se obtuviera tal renuncia de la parte instructora. De ahí que el artículo 24.a URDG plantee el rechazo y la búsqueda de una renuncia como alternativas.

(125) En materia de créditos documentarios no es raro que los bancos emisores realicen esta consulta. En muchos casos se verifica efectivamente la renuncia del ordenante a hacer valer las discrepancias, dado que, frecuentemente, éstas no comprometen la satisfacción de los intereses sustanciales presentes en la operación subyacente. Sin embargo, se suscitan dudas sobre si tiene sentido que se ofrezca esta posibilidad al emisor cuando se trata de garantías. En efecto, en el caso de créditos documentarios el ordenante, al actuar de la manera descrita, cumple después de todo con su obligación en el contrato subyacente y obtiene a cambio una satisfacción (que estima suficiente) de su interés. En cambio, en el caso de las garantías, el ordenante o la parte instructora no parecen satisfacer ningún interés renunciando a hacer valer que un requerimiento no es conforme. No obstante, se ha apuntado que puede haber circunstancias en que así suceda, como, por ejemplo, cuando el pago de la garantía forma parte de un acuerdo de más amplio alcance con el beneficiario y al ordenante no le interesa enfrentarse con él por cuestiones de menor importancia.

La idea, en efecto, es que el garante consulte a la parte instructora si está de acuerdo en que se realice el pago a pesar de que la reclamación no sea conforme. Si tal consentimiento efectivamente se presta, entonces el garante puede con tranquilidad renunciar a hacer valer las discrepancias apreciadas frente al beneficiario y atender su requerimiento sin perder por ello su derecho de reembolso. Todo lo cual debe entenderse sin perjuicio de una doble precisión. De una parte, que el garante puede tomar la decisión de atender un requerimiento no conforme a su propio riesgo, esto es, sin haber obtenido autorización previa de la parte instructora pero confiando en obtenerla posteriormente⁽¹²⁶⁾. Y, de otro lado, que el garante no se encuentra vinculado por la decisión de la parte instructora de prestar su conformidad con los documentos presentados, ni siquiera cuando la consulta se llevó a cabo a propia iniciativa⁽¹²⁷⁾; de tal forma que el garante puede, a pesar de tal renuncia a hacer valer las discrepancias, rechazar el requerimiento sin que el beneficiario tenga derecho a exigirle el pago.

Finalmente, debe recordarse (art. 24.c URDG) que la decisión del garante de dirigirse a la parte instructora no supondrá en modo alguno una ampliación del plazo de cinco días con el que cuenta para examinar los documentos presentados y notificar las discrepancias existentes (ni siquiera cuando tal conducta hubiera sido sugerida o solicitada por el beneficiario). Esto significa que todo el proceso debe desarrollarse con cierta celeridad porque si transcurre el plazo máximo fijado en el artículo 20 URDG entrará en juego la conocida *preclusion rule* y el garante no podrá ya denegar el pago aun cuando la parte instructora no consienta en renunciar a hacer valer las discrepancias⁽¹²⁸⁾.

(126) A este respecto debe recordarse que las URDG no contemplan la práctica del pago «bajo reserva» (*under reserve*) o «contra una garantía» (*against an indemnity*). Se trata del pago realizado a sabiendas de que los documentos presentados no se ajustan plenamente a las condiciones del crédito y confiando en el compromiso del beneficiario —a veces reforzado con alguna garantía— de devolver lo recibido en caso de que, finalmente, la parte instructora rechazara los documentos por falta de conformidad. En rigor, la falta de referencia expresa a esta práctica supone, simplemente, que el beneficiario no tiene por qué aceptar un pago condicional (o se rechaza su reclamación o se atiende incondicionalmente). Ahora bien, mediando el consentimiento del beneficiario nada impide que el pago se efectúe con esas condiciones, en el bien entendido de que un pago hecho «bajo reserva» o «contra una garantía» en nada afecta a las relaciones del garante que paga con la parte instructora o con el contragarante (ya que no tendrá derecho a exigirles el reembolso, puesto que el pago no se hizo contra una presentación conforme).

(127) Cuestión distinta es que, en determinadas circunstancias, el garante pueda quedar responsable frente al ordenante o la parte instructora si, después de haber obtenido una renuncia, no actúa de conformidad con ella.

(128) La utilización de la posibilidad prevista en los apartados (a) y (b) del artículo 24 URDG tampoco exime de dar cumplimiento a la obligación de informar establecida en el artículo 16 URDG (*vid. supra*, III.4.A). Sin embargo, si el garante decide dirigirse a la parte instructora para obtener una renuncia, se cumplirá ya con ello el deber de informar sobre la presentación de una reclamación, sin que parezca necesario por tanto duplicar la notificación. Si, por el contrario, el garante rechaza el requerimiento y deniega el pago, entonces debe ajustarse a lo previsto en el referido artículo 16 URDG (cfr. AFFAKI/GOODE, *Guide to ICC Uniform Rules for Demand Guarantees*, cit., p. 132).

RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ACCIONES RESCATABLES: NUEVAS PERSPECTIVAS Y PROBLEMÁTICA ACTUAL (II)

JORGE LÓPEZ CURBELO

*Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*

RESUMEN

Este trabajo tiene por objeto el estudio de las acciones rescatables reguladas en la Ley de Sociedades de Capital, de 2 de julio de 2010. Como punto de partida se analiza la regulación de la figura en el Derecho comparado y, especialmente, en el Derecho anglo-norteamericano por constituir su entorno de origen y por servir de orientación, en esta materia, a la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo. La regulación española de esta clase de acciones se manifiesta insuficiente y adolece de significativas lagunas, lo que obliga a examinar todo un núcleo de problemas relacionados con la naturaleza jurídica y emisión de las acciones rescatables, así como la operación de rescate y el grado de protección del inversor frente a la emisora. Particular referencia se hace a su función económica y a la experiencia práctica española. Se evidencia que dicha experiencia no se ha correspondido con la idea inicial de favorecer la financiación empresarial, que inspiró la reforma. En realidad, las acciones rescatables se han utilizado para articular planes de opciones y operaciones de reestructuración financiera. La entrada en vigor del nuevo Plan General de Contabilidad de 2007 plantea, además, entre otras muchas cuestiones, si las acciones rescatables constituyen recursos propios o pasivo financiero, lo que abunda en la problemática relativa a la amortización de estos valores.

Palabras clave: Acciones rescatables, sociedad cotizada, capital social, reserva, rescate.

ABSTRACT

This paper considers the regulated redeemable shares in the Capital Company Act of July 2, 2010. The starting point begins with the analysis of regulation contained in comparative law, and especially in the Anglo-American law, because it is their home environment and because its influence, in this matter, on the Second Directive 77/91/EEC Council. Spanish legislation of this kind of actions are manifestly inadequate and suffers from significant shortcomings, which requires an examination of an entire core of problems related to the legal nature and issue of redeemable shares, redemption and the degree of protection in front of the company. Particular reference is made to their economic role and the Spanish experience. There is evidence that experience has not corresponded with the initial idea of promoting corporate finance, which inspired the reform. In fact, the redeemable shares were used to articulate options and operations plans for financial restructuring. The entry into force of the new General Accounting Plan of 2007 also raises, among other issues, if the shares are redeemable equity or financial liability, which abounds in issues related to the amortization of these shares.

Key words: Redeemable shares, listed companies, share capital, reserve, redemption.

SUMARIO

- I. LAS ACCIONES RESCATABLES EN EL DERECHO ESPAÑOL.
- A) **Introducción.**
 - B) **Concepto.**
 - C) **Sociedad Anónima y aportación *ad tempus*.**
 - D) **La significación del rescate como elemento configurador de la acción rescata-
ble.**
 - E) **Las acciones rescatables y los híbridos financieros.**
 - F) **La vertebración de las acciones rescatables como una clase de acciones.**
 - 1. *Planteamiento.*
 - 2. *La acción rescatable como acción especial.*
 - 3. *El derecho de redención como especialidad propia de la acción rescatable.*
 - G) **Función económico-financiera.**
 - 1. *Planteamiento de la cuestión.*
 - 2. *«Sociedades con decreciente necesidad de capital».*
 - 3. *La reversión de activos.*
 - 4. *Las acciones rescatables como fuente de financiación.*
 - 5. *Inversores y acciones rescatables. La experiencia práctica en nuestro Derecho.*
 - H) **Emisión de acciones rescatables.**
 - 1. *Sociedad anónima cotizada.*
 - 2. *Límite de la emisión.*
 - 3. *Las acciones rescatables y el desembolso.*
 - 4. *Autorización estatutaria.*
 - 5. *El acuerdo de emisión.*
 - 6. *La operación de rescate.*
 - a) *Planteamiento.*
 - b) *Ejercicio del derecho de rescate a solicitud de la sociedad emisora.*
 - c) *Ejercicio del derecho de rescate a solicitud de los accionistas o de ambas partes.*
 - I) **Amortización de las acciones rescatables y reducción de capital.**
 - 1. *Consideraciones previas.*

2. *Reserva por amortización de acciones rescatables.*
 - a) Antecedentes.
 - b) Naturaleza de la reserva.
 - c) Reserva y prima de rescate.
3. *Efectos del rescate y reducción del capital.*
4. *Amortización de acciones rescatables con cargo a medios patrimoniales libres y reflejo contable en sus diferentes supuestos.*
5. *Amortización de acciones rescatables con el producto de una nueva emisión de acciones.*
6. *Amortización de acciones rescatables mediante devolución de aportaciones y reducción efectiva de capital.*

II. BIBLIOGRAFÍA.

I. LAS ACCIONES RESCATABLES EN EL DERECHO ESPAÑOL

A) Introducción

Estudiadas en la primera parte de este trabajo ⁽¹⁾ las características de la figura en su entorno originario y, muy especialmente, en la práctica y normativa anglo-norteamericana, así como su desarrollo en otros ordenamientos, cabe ahora proceder a su análisis desde la perspectiva de la regulación en el Derecho español.

En efecto, si bien en el año 1987, con el Anteproyecto de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, quedó frustrado el intento de insertar la institución en nuestro sistema societario en virtud, básicamente, del enorme escepticismo generado por el difícil encaje de las acciones rescatables en el Derecho español de sociedades anónimas, finalmente el legislador resolvió de modo definitivo dar carta de naturaleza a una figura de procedencia extranjera que vino, al menos aparentemente, a enriquecer el elenco de las categorías de acciones previstas en la LSA de 1989. En efecto, tal como se dejó sentado en el inicio de este estudio, la regulación de esta figura objeto de examen constituyó, con toda probabilidad, una de las más destacables novedades introducidas, en su momento, por la Ley 37/1998 de Reforma de la LMV.

⁽¹⁾ Vid. LÓPEZ CURBELO, «Régimen jurídico de las acciones rescatables: Nuevas perspectivas y problemática actual (I)», *RDBB*, núm. 123, 2011, pp. 105 y ss.

B) Concepto

Puede entenderse por acciones rescatables aquellas que nacen con vocación de ser necesariamente amortizadas⁽²⁾. De acuerdo con la regulación específica acogida en la LSC se trata de acciones que la sociedad anónima cotizada puede emitir opcionalmente, dentro de los límites marcados legalmente, y que han de ser obligatoriamente recuperadas por la emisora a instancias de ella misma, de sus titulares o de ambos (*cfr.* art. 500 LSC).

La esencia de las mismas reside en que son emitidas con la idea preconcebida de temporalidad, esto es, tendrán que ser rescatadas o, si se quiere, recompradas por la sociedad emisora transcurrido un cierto lapso temporal y en las condiciones previamente fijadas. Constituyen, pues, un instrumento de aportación societaria *ad tempus*, lo que implica que nos encontramos ante una aportación reversible o de retorno que tiene la cualidad de permitir perder al socio su condición de tal y liberarle del riesgo societario, con lo que soportará las pérdidas societarias hasta el límite de su aportación pero por tiempo limitado⁽³⁾. De este modo, una vez cumplido el plan de amortización, el aportante quedará automáticamente sustraído de la posibilidad de soportar las pérdidas de la compañía. Tal idea contrasta poderosamente con la noción tradicional de aportación social propia de las sociedades de capital, caracterizada por su naturaleza de enajenación⁽⁴⁾ indefinida en el tiempo, por constituir el vehículo idóneo para integrar el patrimonio social y por ser el único elemento de garantía del que, en principio, disponen los acreedores⁽⁵⁾.

A todo ello pudiera objetarse que las acciones de una sociedad anónima, y no solamente las denominadas rescatables, son susceptibles de ser amortizadas por la sociedad mediante la adopción en Junta general del oportuno acuerdo de reducción de capital, desde el momento en que el artículo 317.2 LSC permite que la reducción pueda realizarse no solamente mediante la agrupación de acciones para proceder a su canje o mediante la disminución del valor nominal de las mismas, sino también a través de la amortización de los títulos. Como consecuencia de lo cual se afirmarí

(2) Hacemos referencia al término amortización, no desde el punto de vista de los fondos que la sociedad destina a esta operación, sino desde la óptica de sus efectos jurídicos, esto es, como anulación de derechos del socio que, a su vez, implica la destrucción de la acción; *cfr.* en este sentido GARRIGUES/URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. II, Madrid, 1953, pp. 302 y 303.

(3) *Cfr.* PAZ-ARES, *Negocios...*, cit., p. 527.

(4) El socio no aporta para solicitar inmediatamente la restitución de lo aportado, puesto que ello pugnaría con la noción amplia de aportación como medio para la consecución del fin común que se persigue con la sociedad. Sobre el significado del acto de enajenación o traslación del dominio propio de la aportación social *cfr.* LOJENDIO OSBORNE, «Aportaciones sociales», en *Comentario al régimen legal de las Sociedades mercantiles*, t. III, dir. por Uría, Menéndez, Olivencia, Madrid, 1994, pp. 22 y 23 y, más recientemente, PAZ-ARES, en Uría-Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, Madrid, 2006, tomo I, p. 510.

(5) Así, URÍA/MENÉNDEZ/GARCÍA DE ENTERRÍA, en Uría-Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, Madrid, 2006, tomo I, p. 849.

la amortización de las acciones rescatables no puede ser característica exclusiva de las mismas. Sin embargo, tales argumentaciones no pueden prosperar, pues olvidan que el hecho esencial que define a la acción rescatable estriba en la idea de una amortización ineludible y necesaria, de acuerdo con unas condiciones predeterminadas o, dicho de otro modo, su singularidad estriba en que son fatalmente caducables⁽⁶⁾. Tal especificidad, obviamente, no es propia ni característica de las restantes acciones que, en principio, se emiten con vocación de perdurabilidad indefinida, ya que el vínculo societario es también, en principio y salvo excepciones, indefinido⁽⁷⁾. En cambio, en las acciones rescatables ese vínculo societario goza de un carácter temporal y definido, cuya consecuencia más evidente es la restitución de la inversión verificada oportunamente a través de la aportación social⁽⁸⁾. Esa mutabilidad de la posición del socio es la que ha determinado que los titulares de acciones rescatables hayan venido a denominarse por cierto sector de nuestra doctrina como *socios de quita y pon*⁽⁹⁾.

Al margen de la posibilidad legal de adquirir derivativamente la sociedad sus propias acciones, es cierto que en la práctica societaria española también se ha reconocido el fenómeno del socio temporal, que aparece cuando unos accionistas convienen con otros la recompra de sus acciones, una vez que haya transcurrido un determinado plazo y a un precio que puede o no coincidir con el valor de la aportación social efectuada por los «accionistas recomprados». Sin embargo, tales acciones recompradas no son, en sentido estricto, las acciones rescatables reguladas en la LSC⁽¹⁰⁾. En todo caso, guardan algunas semejanzas con el fenómeno de la adquisición de acciones propias, sólo que el adquirente no es la sociedad. Hay claras diferencias entre las acciones recompradas y las acciones rescatables. En tal sentido hay quien ha apuntado que las primeras no son adquiridas por la emisora, sino por otros socios y las condiciones de la recompra son fijadas de común acuerdo; en tanto que las rescatables son amortizadas por la sociedad que las emite en función de unas condiciones previa y unilateralmente fijadas⁽¹¹⁾.

La amortización que venimos comentando puede acontecer por un hecho ajeno a la voluntad de las partes, tal como, por ejemplo, el transcurso de un plazo; aunque es

(6) Se trata de una idea inconcusa que nuestra doctrina ha expresado de diferentes formas y así, en GARCÍA-CRUCES, «Las acciones rescatables», *La Ley* (separata 24-V-1999), p. 1, puede leerse literalmente que «el rescate de las acciones, en cuanto adquisición necesaria y sobrevenida de tales valores, aparece como la característica esencial de estos valores». Cfr. igualmente ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 28.

(7) Como acontece, por ejemplo, con las sociedades que se constituyan por un plazo de duración concreto y determinado, lo que se admite al amparo de los artículos 25 LSC y 118 RRM.

(8) Así, URÍA/MENÉNDEZ/GARCÍA DE ENTERRÍA, en Uría-Menéndez, *Curso...*, cit., tomo I, p. 884.

(9) La paternidad de la expresión corresponde a SÁNCHEZ ANDRÉS, «Aumento...», cit., p. 370, si bien ha sido retomada nuevamente en *idem*, *Sociedad Anónima...*, cit., p. 25.

(10) SÁNCHEZ ANDRÉS/MENÉNDEZ/BELTRÁN, «La acción...», cit., p. 293, considera estas acciones recompradas mucho más como títulos de deuda que como aportación de capital riesgo.

(11) Cfr. GOWER'S, *Principles of Modern Company Law*, Londres, 1992, p. 217.

dudoso que se deje sometida al cumplimiento de una condición establecida en el acuerdo de emisión. También puede tener lugar por la simple decisión de la sociedad emisora o, en su caso, de los propios titulares de las acciones, si a estos correspondiere la facultad de ejercitar la redención de los valores rescatables o, incluso, a ambos, para el supuesto de que se estableciera el ejercicio compartido del derecho de rescate⁽¹²⁾.

C) Sociedad Anónima y aportación *ad tempus*

Ante las dificultades que se han suscitado como consecuencia del intento de inserción de las acciones rescatables en nuestro Derecho de sociedades derivadas, fundamentalmente, de la pugna que pudiere existir entre el carácter temporal de una aportación societaria y el carácter permanente e indefinido del que, en principio, está revestido el vínculo societario, se han venido esbozando algunos argumentos que justifiquen la ausencia de tal pugna o incompatibilidad.

En este sentido, y siguiendo una línea discursiva planteada por cierto sector doctrinal⁽¹³⁾, cabría reconducir tales argumentaciones a las siguientes ideas:

— En una sociedad anónima todas las acciones son potencialmente rescatables, con lo que, incluso, puede darse una amortización forzosa, según casos y circunstancias, de algunas acciones cuando un acuerdo adoptado por mayoría de accionistas en Junta general así lo disponga y se respete el mecanismo de la votación separada o, incluso, sin tal cautela cuando la reducción afecte por igual a todos los socios. Podría señalarse, incluso, que la cláusula de rescate concede un *plus* de seguridad al socio respecto de los supuestos ordinarios de amortización de acciones contemplados en la LSC, ya que el titular de una acción rescatable es conocedor de manera anticipada de la condición temporal de su vínculo societario.

— El carácter indefinido de la aportación social carece de apoyo normativo, dado que los valores no tienen el carácter de perpetuos. En este sentido hay supuestos legales en los que el vínculo societario de todos los socios queda sujeto a un plazo expreso de vencimiento como acontece con la constitución de sociedades por tiempo determinado, según facultan los artículos 25 LSC y 118.1 del Reglamento del Registro Mercantil (RRM).

(12) En efecto, el rescate puede suceder en virtud de un hecho ajeno a la voluntad de las partes y del cual se hace depender parcialmente la eficacia del vínculo societario, como ocurre con el transcurso de un plazo distinto al de duración de la sociedad, o quedar sometido a la voluntad de la emisora o del socio (*callable or puttable equity*); sin embargo, la existencia de una condición como elemento accidental de un negocio jurídico choca con la naturaleza necesariamente rescatable de estos valores. Incluso se destaca en FERNÁNDEZ DEL POZO, «Las acciones...», cit., p. 1.164, que para cuando el rescate dependa de la voluntad del socio, tal derecho puede incorporarse a un instrumento financiero autónomo (*put warrant*) que concede a su titular el derecho, que no la obligación, de que sus acciones sean adquiridas por la emisora por un precio y en un plazo determinado o determinables.

(13) GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones rescatables», *La Ley* (separata 26 de julio), 1999, p. 3.

— La cláusula de rescate viene operando desde antiguo en nuestro Derecho societario, como ocurre cuando se obliga al socio a transmitir sus acciones o participaciones a favor de la sociedad, de otros socios o de terceros. Esto es, ante determinadas circunstancias se verifica una transmisión de acciones o participaciones al margen de las facultades voluntarias de disposición del socio⁽¹⁴⁾, así ocurre, por ejemplo, con la transmisión *mortis causa*, la transmisión en procedimientos de ejecución forzosa, o la transmisión de acciones o participaciones vinculadas en procedimientos de fusión.

— Como último argumento se ha señalado que en la medida que la amortización de acciones es uno de los procedimientos ordinarios para la realización de una reducción de capital parece que, igualmente, esta medida también puede contemplarse en los estatutos si se produce la fijación de los requisitos precisos en cuanto al plazo, precio, etc. en que ha de realizarse la amortización. De este modo, el consentimiento de los accionistas afectados exigido para la amortización de las acciones ha de entenderse que se ha manifestado por el hecho mismo de la suscripción de acciones. Con lo cual, si se presta el consentimiento con carácter previo e individualizado, no habría necesidad de votación separada porque el riesgo de disparidad de trato quedaría eliminado.

Tales consideraciones no pueden ser soslayadas en cuanto implican un destacado esfuerzo de síntesis que viene a ilustrarnos sobre aquellos supuestos en que el vínculo societario estaría sujeto a caducidad o, al menos, estaría dotado de un carácter flexible o definido en el tiempo, pero la problemática de los valores rescatables debe ser enfocada desde otro punto de vista. En este sentido, la cuestión central, que no debe perderse de vista, es que las acciones rescatables constituyen un instrumento de inversión en el que la previsión del rescate actúa como elemento configurador de las mismas y presupuesto necesario de su obligada amortización⁽¹⁵⁾. Sin embargo, sobre el régimen proyectado tras la reforma de la LSA de 1989, luego trasvasado a la vigente LSC, relativo a la figura objeto de estudio, planean determinados problemas de encaje en nuestro sistema, que no son nuevos, sino que también se evidenciaron con ocasión del frustrado intento previsto en el anteproyecto de 1987. En esencia, y sin perjuicio de retomarlos adecuadamente en páginas posteriores, tales problemas tienen que ver con el sistema de capital fijo característico de los ordenamientos continentales, dentro de los cuales el nuestro no constituye una excepción y con la posibilidad de existencia de porciones de capital nominal sin reflejo accionarial, lo cual no sería admisible por contravenir el principio según el cual el capital de la sociedad anónima estará dividido en acciones (artículo 1 LSC).

(14) Este supuesto está previsto en el artículo 188.3. del RRM, a cuyo tenor: «Serán inscribibles en el Registro Mercantil las cláusulas estatutarias que impongan al socio la obligación de transmitir sus participaciones a los demás socios o a terceras personas determinadas cuando concurran circunstancias expresadas de forma clara y precisa en los estatutos». Aun cuando este precepto se refiere expresamente a las participaciones de la SRL, por lo que está insertado dentro del Capítulo V del RRM, que lleva por título: «De la inscripción de sociedades de responsabilidad limitada», en GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones...», cit., p. 3, se reputa aplicable a la sociedad anónima.

(15) Así, GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 3.

D) La significación del rescate como elemento configurador de la acción rescatable

La trascendencia y significación del hecho u operación del rescate quedan patentes si se observa que el modo en que éste actúa y los efectos que de él se derivan parece que constituyen las cuestiones centrales en torno a las cuales debería girar toda regulación positiva sobre la materia de manera preponderante y necesaria. Sin embargo, el rescate, como elemento caracterizador o definitorio de estos valores, no puede operar por sí sólo y automáticamente, sino que está supeditado al cumplimiento de una serie de requisitos básicos que no tienen otra finalidad que proteger y garantizar la posición del acreedor frente a la sociedad a base de mantener y cumplir el principio de estabilidad del capital de la compañía, más que la integridad del mismo⁽¹⁶⁾. Este hecho ya quedó reconocido en la Segunda Directiva CEE en materia de Sociedades, cuyo artículo 39 ha seguido las previsiones de la normativa inglesa, estudiadas en la primera parte de este trabajo, en cuanto a los requisitos mínimos que han de observarse para que opere el rescate y que podrían esbozarse del siguiente modo:

— De un lado, se precisa la íntegra liberación de las acciones sujetas al rescate⁽¹⁷⁾.

— De otro, se requiere que el rescate de las acciones se efectúe con cargo a medios libres, de modo que tales medios procedan de beneficios y reservas disponibles o, en su caso, del producto de una nueva emisión realizada con la finalidad de financiar la operación de amortización⁽¹⁸⁾.

Siguiendo la pauta marcada por el anteproyecto de 1987, los actuales artículos 500 y 501 de la LSC no han previsto, sin embargo, ninguna estipulación relativa a la posibilidad del desembolso de una prima en favor de los titulares de acciones rescata-

(16) Siguiendo a URÍA/MENÉNDEZ/GARCÍA DE ENTERRÍA, en Uría-Menéndez, *Curso...*, tomo I, cit., p. 820, preferimos acoger esta terminología que hace referencia a la realidad del capital como principio ordenador del capital social de la anónima y que prohíbe los capitales ficticios (en garantía de los acreedores —GIRÓN, *Derecho...*, cit., p. 54—) antes que referirnos a la integridad del capital como se recoge en PAZ-ARES, «Negocios...», cit., p. 527, por tener que ver dicha expresión, más bien, con aquel otro principio que exige la suscripción completa del capital social en orden a la constitución de la sociedad.

(17) Así se exigía en la *Section 159 (3) CA 1985*, precepto que ya se comentó oportunamente y que ha sido trasvasado en su literalidad a la actual *Section 686 (1) CA*. Igualmente, el artículo 39 b) de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades insiste en el desembolso íntegro de las acciones. Por su parte, el Anteproyecto de 1987 recogía en su artículo 47 o.-1 la necesidad de que estas acciones estuvieran íntegramente desembolsadas en el momento de su suscripción. El artículo 92 *bis-2 LSA* recogía igualmente tal previsión (que se mantiene en la actual LSC), reproduciendo el tenor literal del Anteproyecto de 1987.

(18) *Vid.* a este respecto la *Section 687 (2) CA*; el artículo 39 d) de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades, que a su vez se remite al párrafo 1 del artículo 15 del mismo cuerpo legal, respecto del contenido y alcance de las sumas distribuibles; *vid.* igualmente los artículos 47 o.-3 del Anteproyecto de 1987 y 501 LSC.

bles cuando las mismas sean amortizadas. El procedimiento seguido para la financiación de los premios del rescate constituye en otros ordenamientos extranjeros un requisito más en orden al mantenimiento y cumplimiento de los principios ordenadores del capital de la sociedad⁽¹⁹⁾. A diferencia del artículo 39 g) de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades, en nuestro Derecho societario no hay referencia alguna a las primas que, en su caso, haya de abonar la emisora a los titulares de acciones rescatables. De haberse incluido tal previsión también habría que haber previsto que la financiación del premio se haría con cargo a sumas distribuibles o, en su caso, a alguna reserva distinta a la que se constituya como consecuencia de la amortización de las acciones rescatadas.

E) Las acciones rescatables y los híbridos financieros

Comoquiera que las acciones rescatables son tributarias de su condición de valores que encierran una aportación *ad tempus*, algún sector de la doctrina ha querido ver en ellas, más que títulos de participación o títulos de inversión, híbridos financieros, etc⁽²⁰⁾. Desde esta perspectiva se trataría de activos financieros que gravitan en una posición financiera intermedia entre los conceptos de deuda y acción y que han surgido como consecuencia de una progresiva diversificación financiera⁽²¹⁾.

A este panorama de cierta confusión contribuyó también la propia Exposición de Motivos de la LRMV cuando al explicar las modificaciones incorporadas al régimen jurídico de las sociedades anónimas advertía que los valores rescatables representaban «un género intermedio entre la renta variable y la renta fija, y que tienen especial interés como activos que, a la vez que reportan una financiación eficiente, redundan también en un mayor reforzamiento de los recursos propios de la entidad emisora». Tales explicaciones tienen su sede adecuada en el ámbito económico o, si se quiere, en

(19) En este sentido la *Section 160 (1)(b) CA 1985* advertía que cualquier prima que se pagara en virtud del rescate se haría con cargo a los *distributable profits of the company* o se financiaría con los premios obtenidos procedentes de una nueva emisión de acciones realizada específicamente para financiar el rescate, según disponía la *Section 160 (2) CA 1985*. La vigente *CA* recoge la misma regla en su *Section 687 (3)*. El Derecho societario portugués también admite expresamente la posibilidad del pago de primas, y en defensa de los intereses de los acreedores el artículo 345.º 5 del *CSC 1986* dispone que las primas se satisfagan con cargo a fondos que puedan ser distribuidos entre los accionistas en los términos estipulados en los artículos 32.º y 33.º de dicho cuerpo legal. Sin embargo, a diferencia de la regulación inglesa en esta materia, no se establece ninguna distinción entre la clase de fondos utilizables al modo en que se prevé en la *CA 2006*.

(20) Así, PAZ-ARES, «Negocios...», cit., p. 527. Sin embargo, no debe olvidarse que estamos en presencia de sociedades cotizadas cuyas acciones rescatables han de estar necesariamente representadas mediante anotaciones en cuenta, por lo que la expresión «títulos participativos» ha de ser entendida con esta salvedad.

(21) Vid. HOWELLS, P.; BAIN, K., *The economics of money, banking and finance*, 2.ª ed., Prentice Hall, 2002, p. 487.

el ámbito de la finalidad económico-financiera de estos valores⁽²²⁾. Sin embargo, desde una óptica estrictamente técnico-jurídica dificultan la claridad conceptual, porque, como se ha reconocido, el estudio de esta problemática no está exento de una serie de problemas derivados en gran medida de adoptar o asumir un planteamiento estrictamente financiero de esta cuestión, en lugar de trasladar y adaptar los datos de este campo al ámbito jurídico para lograr así su adecuada traducción y sistematización⁽²³⁾.

Toda esta problemática debe ser enfocada dentro del panorama de la creciente necesidad de financiación de la empresa, que necesita un repertorio amplio y diversificado de nuevos instrumentos o productos que satisfagan sus necesidades de financiación⁽²⁴⁾. Lo cierto es que esta «gama de productos», que también proliferan en otras regulaciones extranjeras (*hybrid securities*, *valeurs mobilières*, *strumenti finanziari*, *hybrid finanzierungsinstrumente*, etc.), plantea el problema de si constituyen verdaderas acciones y, si siendo tales, pertenecen o integran una categoría o clase determinada, por lo que se hace necesario retomar algunas ideas que ayuden a centrar adecuadamente esta problemática. Aun cuando un autorizado sector doctrinal haya utilizado, por vía ejemplificativa, el símil de las obligaciones con el prurito de dar a entender el sentido que poseen las acciones rescatables y las haya comparado a las obligaciones convertibles pero al revés, es decir, «rescatado el nominal de la acción, pervivirá en su caso para disfrutar otras ganancias sin sometimiento al riesgo de empresa», es lo cierto que las rescatables no son obligaciones; aunque bien es verdad que la acción rescatable y la obligación comparten ciertas notas y propiedades⁽²⁵⁾. Ello es así hasta el punto de que,

(22) En el ámbito financiero-contable mucho se ha teorizado acerca de la conveniencia de clasificar los valores híbridos como renta variable o fija, por ser ello fiel reflejo de lo que ha ocurrido en otros ordenamientos, como el norteamericano, donde se analizan los «pros y los contras» de la *liability and equity classification*; vid. HOPKINS, *The effect of financial statement classification of mandatorily redeemable preferred stock on financial analysts' stock price judgements: an experimental analysis*, Universidad de Texas, Dissertation Abstracts I-A 7/02, 1996, p. 749. Desde luego, la cuestión tiene suma importancia desde el campo del análisis económico financiero, porque la adopción de ciertos instrumentos financieros y su clasificación en uno u otro sentido puede perseguir ocultar determinados niveles de deuda como aconteció, en un ejemplo extremo, en el caso «Enron» y se explica en LEVI y SEGAL, «The Impact of Debt-Equity...», cit., p. 18.

(23) Así, en GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, pp. 216 y 217, se alertaba de tales dificultades y cautelarmente se recomendaba proceder con cuidado porque «pueden surgir combinaciones financieras que no encajen en el concepto de acción, sino que hayan de ser llevadas a otras figuras jurídicas».

(24) Así, GÓMEZ MENDOZA, «Acciones sin voto», *RdS*, 1999-2, p. 15.

(25) La característica de su limitación temporal es consustancial al concepto de acción rescatable y al de obligación (vid. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, «Reembolso y rescate de las obligaciones», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, Madrid, 1994, p. 1.335), por lo que la temporalidad no constituye ya de manera absoluta criterio de distinción entre ambas figuras. Se ha sostenido (v. gr., CHAMORRO DOMÍNGUEZ, *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid, 2007, p. 95) que el denominador común entre las obligaciones y las acciones rescatables viene constituido por que cumplen idéntica función económica en cuanto a la captación de recursos financieros a medio y largo plazo, si bien debe también considerarse que nuestra práctica societaria ha demostrado que la emisión de tales acciones nunca ha respondido a esta finalidad, sino que más bien su creación ha servido como instrumento adicional de retribución de altos directivos, empleados e incluso administradores de la sociedad, alejándose, pues, de su utilidad teórica esencial o, si se quiere, finalidad primaria de financiación.

a veces, puede resultar complejo distinguir los valores rescatables de otros instrumentos de captación de pasivo reembolsable, cuando el ejercicio del derecho del rescate queda a merced, no de la sociedad sino del socio, o ambos⁽²⁶⁾. De hecho, no resulta así extraño que el nuevo Plan General de Contabilidad de 2007 (RD 1514/2007, de 16 de noviembre) prevea que en los supuestos en que la iniciativa del rescate no corresponda a la sociedad emisora de los valores rescatables, los mismos contablemente quedarán conceptuados como pasivo financiero y no como instrumentos de patrimonio propio, tal y como tendremos ocasión de tratar más adelante. Esta disparidad entre la naturaleza jurídica de la acción rescatable y su tratamiento contable, sobre todo a raíz de la entrada en vigor de este nuevo Plan General de Contabilidad, hace más necesario que nunca acomparar ambas realidades pues, desde el ámbito financiero/contable, este instrumento no encaja adecuadamente en la dogmática jurídico/societaria y hace difícilmente entendible el modo en que se amortizan los valores rescatables. Con ello queremos expresar, en definitiva, que aquello que sustantivamente entendemos que constituye un instrumento de fondo propio puede ser calificado, desde la disciplina contable, como pasivo financiero.

Asimismo, es innegable que la aparición en el mercado de nuevos productos financieros tiende a difuminar algunas diferencias entre estos valores que antes se apreciaban con mayor claridad. En este sentido, en la dinámica del mercado han ido surgiendo nuevas figuras de empréstitos, tales como las obligaciones con participación en beneficios, obligaciones con *warrant*⁽²⁷⁾ (cuyo ejercicio para adquirir o suscribir acciones no implica necesariamente la desaparición de la obligación) y las obligaciones convertibles en acciones⁽²⁸⁾. Todas ellas se han venido a denominar, igualmente, productos o valores «híbridos» por compartir características propias de la acción y de

(26) Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, «Sociedad anónima...», cit., p. 50.

(27) Vid. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, «Obligaciones convertibles en el Derecho español», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, Madrid, 1994, pp. 1.119 y 1.120.

(28) Estos valores, sin perjuicio de sus posibles variantes, se pueden definir como aquellos que permiten a sus titulares en determinadas condiciones, dependiendo o no de su voluntad, pasar de ser acreedores de la emisora de las obligaciones a ser accionistas de la misma sociedad o de otra sociedad diferente (como puede ser el caso de una filial de la emisora); cfr. al respecto ANGULO RODRÍGUEZ, «Tipos y cláusulas especiales en la financiación mediante emisión de obligaciones», *Rev.Der.Fin. y Hac.*, 106-107, 1973, p. 1.010, y sobre la gran variedad de modalidades existentes que implican particularidades jurídicas propias puede consultarse *idem*, «Las obligaciones convertibles en acciones en el texto refundido de la Ley de Sociedades anónimas», en AA.VV., *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, tomo I, homenaje a Evelio Verdera Tuells, Madrid, 1994, p. 126 y, más recientemente, en TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, «Obligaciones convertibles...», cit., pp. 1.112 y 1.113, se mencionan, entre otras, modalidades tales como las obligaciones canjeables, con *warrants*, indicadas, con opción de plaza o con opción de cambio, con rendimientos en especie, con prima de emisión o de reembolso, la emisión de *units* anglosajones consistentes en agrupaciones de acciones y obligaciones o de obligaciones de diversa especie que han de ser suscritas de manera conjunta, etc. Una clasificación variada de las obligaciones que puede emitir una sociedad anónima de acuerdo con el vigente texto legal puede verse en GARCÍA LUENGO/SOTO VÁZQUEZ, *El nuevo...*, cit., p. 1.039 y ss.

la obligación⁽²⁹⁾. Sin embargo, el titular de una acción, aunque ésta se emita con la característica de su necesaria amortización y pudiera verse en ella, financieramente⁽³⁰⁾, un título de deuda más que verdadera aportación de capital, sigue siendo un socio con todas sus consecuencias, aun cuando en las acciones rescatables, así como en las privilegiadas y sin voto, se pueda apreciar alguna característica propia de las obligaciones.

El concepto de acción requiere, de manera indeclinable, corresponderse con una aportación efectiva, y esto ocurre con el valor rescatable⁽³¹⁾. En la noción de acción subyace la idea de cuota de participación de la sociedad de manera homogénea, libremente transferible y representada en un documento que circulará según su específica disciplina y se caracteriza por que es una parte del capital social, porque implica un complejo unitario de derechos en el que se sintetiza la participación social y por que es un valor circulante⁽³²⁾. En cambio, el obligacionista es, por antonomasia, un acreedor de la sociedad. Interesa significar, pues, que la acción rescatable es parte alícuota del capital social y el titular de la misma goza de los derechos corporativos consustanciales a la condición de socio, mientras no sea rescatada y, muy especialmente, aquéllos a que se refiere el artículo 93 de la LSC⁽³³⁾, sin que todo ello sea predicable de la obligación⁽³⁴⁾. Evidentemente, las obligaciones representan un aspecto crediticio con-

(29) No debe olvidarse que, con frecuencia, también se emiten y aparecen en el mercado valores con los nombres de bonos, cédulas, etc., que nada tienen que ver ni con el concepto de acciones, en general, ni con el de rescatables, en particular, sino con el de obligación por cuanto que ésta reúne la característica de ser un título no necesariamente nominado, dado que, como se reconoce en DOMÍNGUEZ GARCÍA, «La obligación como título. El sindicato de obligacionistas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, Madrid, 1994, pp. 1.230 y 1.231, todo supuesto de hecho cartular que reúna los elementos básicos de conformación conceptual, en particular la emisión en series numeradas y la incorporación de un derecho de crédito aplazado frente al emisor, posee la condición de obligación. De ahí que, ante la proliferación de nuevos productos en el tráfico de los que en principio se desconoce su auténtica naturaleza jurídica, habrá que tener presente que, con independencia de la nomenclatura financiera y coyuntural que pueda adoptarse, el *nomen iuris* auténtico de la figura será el de obligación si ésta reúne sus elementos conceptuales básicos (cfr. GIRÓN, *Derecho...*, cit., p. 540).

(30) Cfr. sobre la visión económica de los títulos de deuda ARRUÑADA, *Control y regulación de la Sociedad Anónima*, Madrid, 1990, p. 260.

(31) Vid. GIRÓN, *Derecho de...*, cit., p. 216.

(32) Cfr. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. Diritto delle Società*, Turín, 1999, pp. 188 y 189.

(33) En el bien entendido sentido de que tal precepto no contiene una enumeración cerrada o exhaustiva de derechos mínimos que integran el *status* del accionista, como se recuerda en GARRIGUES/URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. I, Madrid, 1953, p. 400 y, especialmente, en DUQUE, «Introducción a la protección de los derechos del accionista frente a los acuerdos de la mayoría», en *Derecho de Sociedades Anónimas*, II, v. I, coordinado por Alonso Ureba, Duque Domínguez, Estaban Velasco, García Villaverde y Sánchez Calero, Madrid, 1994, p. 70.

(34) En URÍA/MENÉNDEZ/GARCÍA DE ENTERRÍA, en Uría-Menéndez, *Curso...*, tomo I, cit., p. 1069, se exponen de modo claro y sintético las diferencias que la obligación mantiene respecto de la acción, destacándose: a) la acción es parte alícuota del capital social y atribuye al titular derechos corporativos o de socio; la obligación es parte alícuota de un crédito y sólo confiere derecho de esta

tra la sociedad y, mediante ellas, la emisora reconoce o crea deuda de dinero en favor de los suscriptores o una promesa abstracta de pago, integrada en una operación económica unitaria de financiación externa de la cual se constituye en parte alícuota y con carácter accesorio la posición de miembro de la asociación o sindicato de obligacionistas⁽³⁵⁾. Tal y como se ha reconocido en la doctrina⁽³⁶⁾, la creación de las obligaciones en las sociedades mercantiles suele ser considerada como un recurso de financiación exterior mediante una apelación al crédito, que se instrumentaliza a través de la emisión de valores amortizables, que proporcionan al suscriptor un interés normalmente fijo. Ello es así, con más o menos matices, independientemente de la modalidad de obligación de que se trate. No importa, pues, que nos refiramos al caso de las obligaciones convertibles que incorporan, en última instancia, la facultad de convertir la obligación en acción⁽³⁷⁾ o de las obligaciones participativas que prevén una retribución en función de los rendimientos económicos de la sociedad emisora o, incluso, al supuesto de las llamadas obligaciones subordinadas previstas en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, modificada por la Ley 13/1992, de 1 de junio.

A pesar de que las obligaciones y las acciones rescatables sean valores esencialmente caducables y aun cuando, al menos desde el plano teórico, financieramente gocen de una función muy similar, lo cierto es que, como fácilmente puede colegirse, constituyen instrumentos jurídicos societarios diferentes entre sí por su estructura. Como se ha señalado acertadamente, las obligaciones representan la participación en una operación económica unitaria de financiación⁽³⁸⁾. En cambio, en línea de principio y con todos los matices que quieran admitirse, aunque los recursos suministrados por los titulares de las acciones rescatables poseen carácter temporal, tales recursos forman fondos propios y, por tanto, capital de riesgo⁽³⁹⁾, con la excepción, al menos en el

índole; b) la obligación nace para ser amortizada faltamente; la acción, no; c) la obligación concede normalmente un simple interés, independiente de los resultados prósperos o adversos de cada ejercicio social de la entidad emisora; la acción da derecho a un dividendo variable, que depende de los resultados económicos de la sociedad. Estas disparidades apuntadas nos parecen correctas, salvo que las acciones no siempre se diferencian de las obligaciones en la amortización fatal de estas últimas, por ser precisamente un carácter común a la obligación y a la acción rescatable.

(35) Cfr. Artículo 401 LSC; GIRÓN, *Derecho de...*, cit., p. 540; TAPIA HERMIDA, Antonio, «La emisión de obligaciones», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, Madrid, 1994, p. 1.056, y DOMÍNGUEZ GARCÍA, «La obligación...», cit., p. 1.230.

(36) Así, GARCÍA LUENGO/SOTO VÁZQUEZ, *El Nuevo...*, cit., p. 1.034.

(37) Vid. por todos TORRES ESCÁMEZ, *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas (Estudio de la legislación mercantil del mercado de valores)*, Madrid, 1992, pp. 229 y ss.

(38) Así, DOMÍNGUEZ GARCÍA, «La obligación...», cit., p. 1.216.

(39) Es cierto, como se ha reconocido en la doctrina (*vid.* entre otros, BERCOVITZ, A., «El derecho del mercado de capitales», *RDBB*, núm. 29, 1988, pp. 67 y ss., y DOMÍNGUEZ GARCÍA, «La obligación...», cit., p. 1.216), que la evidente diferencia estructural entre el concepto de obligación y acción se ha ido quebrando en la realidad socioeconómica, dado que se observa un paulatino proceso de convergencia entre ambas manifestaciones de activos financieros. De este modo, ciertas clases de acciones se patrimonializan, sufriendo una degradación de los derechos administrativos (que se compensa con la reducción de la incertidumbre económica —acciones sin voto—) y algunas obligaciones se desnatura-

plano contable, apuntada más arriba. El hecho de que pueda hablarse de una zona de dilución de la tipología económica no es óbice para admitir que desde criterios estrictamente jurídicos no hay valores híbridos sino, en todo caso, acciones y obligaciones especiales⁽⁴⁰⁾, pues, con ser importantes, parece que no es conveniente que los aspectos económicos puedan distorsionar el enfoque jurídico de estos conceptos. Quizás una ponderación sobredimensionada de la vertiente económica de la figura haya justificado que pueda calificarse la acción rescatable como un híbrido financiero o un valor intermedio entre la renta fija y variable⁽⁴¹⁾. Tal conceptualización encajaría muy difícilmente con la noción actual de capital social, pues admitir que las acciones rescatables no proporcionan capital social nos conduciría a crear un nuevo concepto jurídico para determinar el capital que proviene de las acciones ordinarias⁽⁴²⁾.

En tanto que la acción rescatable no sea amortizada, su titular disfruta de la condición de socio, y no solamente por cuestiones meramente nominales⁽⁴³⁾, sino porque, como ya se apuntó, aporta capital riesgo y participa plenamente en los resultados prósperos o adversos de la marcha económica de la empresa con todos los derechos corporativos que pudieren corresponder, en principio, a cualquier otro socio. Aunque sea limitadamente, han de soportar el riesgo empresarial. Si la sociedad sufre resultados adversos y no distribuye dividendos, los titulares de valores rescatables correrán la suerte de los restantes accionistas y, en esa medida, se equiparan al resto de los socios. La acción rescatable otorga a su titular un estatuto de accionista⁽⁴⁴⁾ que,

lizan, como ocurre con las obligaciones participativas. En consecuencia, no existe una rígida contraposición entre cierta clase de socios y cierta clase de obligacionistas, porque, a veces, estos últimos pueden llegar a participar de la actividad económica desarrollada por la sociedad (GÓMEZ MENDOZA, «Acciones sin voto», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, Madrid, 1994, p. 99).

(40) Así, CUESTA RUTE, «Clases especiales de acciones y su problemática», *Rev. Der. Fin. y Hac.*, núm. 106-107, 1973, p. 917.

(41) En este sentido ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 28, advierte que sólo «desde un punto de vista económico o financiero puede hablarse de valores híbridos o mixtos o títulos de inversión».

(42) SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad Anónima...*, cit., pp. 53 y ss., estima que «seguramente las acciones rescatables no proporcionan capital social, a menos que se busque otro nombre para el que nace de las acciones ordinarias».

(43) A veces pueden surgir combinaciones financieras que no encajan adecuadamente en el concepto de acción, sino que hay que llevarlas a otras figuras jurídicas, sin que por el hecho de las dificultades derivadas de su tipificación jurídica tenga necesariamente que ser declarada su invalidez (*vid. GIRÓN, Derecho de...*, cit., p. 217). Sin embargo, este no es el caso de la acción rescatable, en la que el *nomen* coincide con la realidad. De hecho, en la práctica societaria inglesa, debido a la influencia norteamericana y, sobre todo, merced a la especial configuración de la noción de capital propia de aquel ordenamiento explicada *supra*, es factible hablar de *unclassified shares*, que conforman el *unissued capital*, para significar que la acción sólo conferirá derechos cuando se emita y que esos derechos indeterminados dependen de una *company's decision* en el momento de su emisión (*cf. GOWER'S, Principles...*, cit., p. 376).

(44) *Vid.* en este sentido JIMÉNEZ SÁNCHEZ, «La acción como parte del capital y como conjunto de derechos», *DN* (1990-1991), pp. 238 y ss., GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 1, y ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 28.

aunque limitado en el tiempo por la previsión del rescate, parece que no puede ser cuestionado como tal, a pesar de la regulación prevista en el PGC 2007. Su posición, en este aspecto, es clara y no parece que pueda ser cuestionada, al menos en los términos en que algún minoritario sector doctrinal manifestó sus dudas respecto de la naturaleza que concurría en los titulares de ciertas clases de acciones como, por ejemplo, las acciones sin voto⁽⁴⁵⁾.

Los valores rescatables son desde una perspectiva jurídica verdaderas acciones⁽⁴⁶⁾. En consecuencia, el titular de acciones rescatables disfruta de todos los derechos integrantes de la condición de socio, tanto administrativos como económicos⁽⁴⁷⁾, incluso parece que cabe entender que también se dispone del derecho a participar en el haber social resultante de la liquidación para cuando la sociedad, por cualquier causa, tenga que liquidar su patrimonio para proceder a su extinción antes de que se produzca el ejercicio del derecho del rescate, pues este derecho viene siendo considerado por la doctrina como irrenunciable e inderogable⁽⁴⁸⁾. En consonancia con lo anterior, a las acciones rescatables les son de aplicación todas las normas previstas al respecto en la LSC para las acciones en general y que se refieren tanto a los derechos atribuidos como a las formas de representación, transmisión, copropiedad, derechos reales, etc.

Desde el punto de vista de la regulación sustantiva y en función de un planteamiento dogmático y conceptual, la posición del socio titular de acciones rescatables, aunque compleja, puede ser comprensible dentro de los términos explicados más arriba. Ahora bien, otra cosa bien distinta es si en nuestra práctica societaria puede estructurarse de modo idóneo la posición de un accionista con vocación permanentemente transitoria o claudicante, que, cuando menos, no se compadece bien con la idea de permanencia, que tradicionalmente ha sido una cualidad ínsita a la condición de socio, aunque los titulares de acciones rescatables sólo sean minoría⁽⁴⁹⁾, duda que persiste, a pesar de las pocas emisiones de acciones rescatables habidas en nuestra práctica societaria. Esta incertidumbre, dicho sea de paso, se intensifica, no sólo porque las emisiones habidas no se han realizado para dar cumplimiento a la finalidad teórica inicial-

(45) En la doctrina española más autorizada no se discute el carácter de socio del titular de acciones sin voto (ALBORCH, «Las acciones sin voto», *ADC*, julio-septiembre, 1974, p. 648; GÓMEZ MENDOZA, «Acciones...», cit., pp. 98-100, y SÁNCHEZ ANDRÉS/MENÉNDEZ/BELTRÁN, «Las acciones sin voto», en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, dirigido por Uría-Menéndez-Olivencia, t. IV, v. I, Madrid, 1994, p. 395), si bien hay opiniones aisladas con un enfoque divergente, así en el Derecho italiano SPADA, «Primo Commento alla legge 7 giugno 1974, núm. 216: le azioni di risparmio», *Riv. Soc.*, 1974, p. 559.

(46) En igual sentido, YANES YANES, *Las acciones rescatables en la Sociedad Cotizada*, Madrid, 2004, p. 101.

(47) Esta clasificación que distingue entre derechos administrativos o políticos y patrimoniales o económicos es la única que nuestra LSA de 1989 mencionaba, y que se mantiene en la LSC, y es la que, como se comenta en SÁNCHEZ ANDRÉS/MENÉNDEZ/BELTRÁN, «La acción...», cit., p. 114, con más claridad orienta la tarea de identificar el régimen de los derechos del socio.

(48) *Vid.* por todos SÁNCHEZ ANDRÉS/MENÉNDEZ/BELTRÁN, «La acción...», cit., p. 137.

(49) En este sentido SANCHEZ ANDRÉS, «La acción...», cit., p. 292.

mente prevista para estos valores, y que fue el argumento que justificó su introducción en nuestro marco normativo, sino también porque la nueva normativa del PGC de 2007 los considera claramente como pasivo financiero.

F) La vertebración de las acciones rescatables como una clase de acciones

1. Planteamiento

Dentro del amplio marco de libertad que caracteriza a la LSC, la creación de acciones rescatables no es más que una manifestación de ese dogma. En principio, cabría entender y adelantar que las acciones rescatables han quedado configuradas como acciones especiales que conforman una clase o categoría de acciones, en el sentido de que su naturaleza fatal o necesariamente rescatable las individualiza respecto de lo que constituye el contenido normal de derechos del resto de las acciones ordinarias.

2. La acción rescatable como acción especial

Sin perjuicio de admitir que toda clasificación tiene un carácter evidentemente relativo, la que distingue entre acciones ordinarias y acciones privilegiadas no constituye una excepción a esta regla. Aquí se atiende, como criterio de distinción o de clasificación, al derecho o derechos incorporados a la acción⁽⁵⁰⁾. Desde un punto de vista terminológico quizás sea aconsejable utilizar la expresión de acciones especiales⁽⁵¹⁾ y no de acciones privilegiadas o preferentes, porque la especialidad puede consistir no sólo en un privilegio de manera exclusiva, sino también en restricciones en el ejercicio de derechos corporativos fundamentales, que actúan a modo de compensación, aunque esta expresión no es la que, en términos generales, se ha impuesto mayoritariamente y sí, en cambio, la de acciones privilegiadas, cuya falta de precisión no ha impedido que a fuerza de ser repetida en todas partes haya penetrado en los textos legales⁽⁵²⁾.

(50) Si no hay diversidad de derechos, porque todas las acciones confieren los mismos derechos y con la misma extensión, no existe una clase de acciones. Como se apunta en BELTRÁN SÁNCHEZ, «Las clases de acciones como instrumento de financiación de las sociedades anónimas», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, t. I, homenaje a Evelio Verdura Tuells, Madrid, 1994, p. 202, la relatividad también ha de predicarse respecto del contenido de la clase porque la diversidad de derechos puede consistir en «un plus o en un minus» respecto de los derechos de los socios ordinarios.

(51) Aunque algún sector doctrinal sostiene que todas las acciones de una sociedad pueden ser especiales si no hay preconfigurado un concepto de acción normal (*vid.* BELTRÁN SÁNCHEZ, «Las clases...», cit., p. 202 (nota 12)).

(52) *Vid.* GIRÓN, *Derecho de...*, cit., p. 222. La doctrina italiana mayoritaria, por su parte, contrapone la categoría de las *azioni ordinarie* a la categoría de las *azioni speciali* y dentro de estas últimas distingue las denominadas *azioni privilegiate*, que son aquellas que contienen algún privilegio referido

Cierto es que históricamente el régimen de los derechos sociales se fundamentó en el principio de la igualdad absoluta de todas las acciones. Según tal principio, se impediría que los órganos sociales de la anónima actuaran en perjuicio de algún o algunos socios. Aun cuando dicha idea no está expresamente reconocida en el Derecho comparado, con la excepción del § 53.^a de la *AktG* de 1965, no parece que existan discrepancias en torno a la admisibilidad de la paridad en el tratamiento de los accionistas⁽⁵³⁾. Este principio fue debilitándose por razones prácticas, de modo que ello propició la aparición de acciones con contenidos de derechos distintos con la idea de satisfacer o, al menos, compensar a determinados socios cuya colaboración resultaba de gran importancia en determinados momentos y circunstancias⁽⁵⁴⁾.

La legalidad vigente ha eliminado todas las dudas que planeaban sobre la LSA de 1951, dado que el artículo 49.1 de la LSA de 1989 ya permitía inequívocamente la creación de clases de acciones integradas por contenidos de derechos distintos⁽⁵⁵⁾ y la

al reparto de dividendos o al reembolso de capital para cuando la sociedad se liquide (*vid.* por todos FERRARA jr./CORSI, *Gli Imprenditori e le Società*, Milán, 1992, pp. 442 y 443, y DI SABATO, *Manuale delle Società*, Turín, 1990, p. 274). En AGUILERA RAMOS, «Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, II, v. I, Madrid, 1994, p. 159, se explica en este sentido que, normalmente, la especialidad de las acciones consiste en un privilegio, pero puede también consistir exclusivamente no en un plus añadido a los derechos que son comunes a todos los accionistas, sino en una reducción de alguno de esos derechos. En parecido sentido se pronuncia SÁNCHEZ ANDRÉS/MENÉNDEZ/BELTRÁN, «Las acciones...», cit., p. 253. Sobre la imprecisión de la denominación *vid.* GARRIGUES/URÍA, *Comentario...*, t. I, cit., p. 387, y en *idem*, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. II, Madrid, 1953, pp. 197 y ss. se emplea la denominación «clase especial de acciones».

(53) En VELASCO SAN PEDRO, *Negocios con acciones y participaciones propias*, Valladolid, 2000, p. 92, se advierte que procede valorar la consideración de la regla de igualdad de tratamiento de los accionistas como contenido de uno de los «principios configuradores de la Sociedad Anónima».

(54) Así, en GARRIGUES/URÍA, *Comentario...*, t. I, cit., pp. 382 y 383, se nos ilustra sobre el hecho de que a partir del siglo XIX, por influjo de las ideas políticas, se democratiza la sociedad anónima, se organiza internamente como un pequeño estado, haciéndose descansar el régimen de los derechos corporativos sobre el principio de la igualdad más estricta y absoluta. El Código de comercio napoleónico de 1807 descansaba en esta idea y exigía que todas las acciones fueran de igual valor. En defensa de ese postulado la doctrina y la jurisprudencia propugnaron la igualdad de derechos entre los accionistas hasta que la irrupción de necesidades de índole práctica rompieron con el estado teórico de la absoluta igualdad. El Código alemán de 1897 abrió brecha en este sentido y a partir de entonces las acciones con contenidos de derechos diferentes fueron aceptadas en casi todos los países (DE LA CÁMARA, *Estudios de Derecho mercantil*, I, Jaén, 1977, p. 575). El caso del Código de comercio español fue distinto ya que, como se nos refiere en GARRIGUES/URÍA, *Comentario...*, t. I, cit., p. 384, la pobreza de normas del Código de comercio abrió el paso a toda clase de diferencias y desigualdades entre los accionistas, así como posibles privilegios individuales al servicio de intereses egoístas. La LSA de 1951 contribuyó a resolver esta situación, aunque con una reprochable imprecisión terminológica.

(55) A este respecto no está de más recordar que en el artículo 37 de la LSA de 1951 las nociones de clase y serie de acciones aparecían con una significación semejante. De este modo se entendía que la diferencia de una serie a otra podía consistir en el valor nominal, en el contenido de derechos o en ambas cosas a la vez, aunque es cierto que dentro de una misma serie, clase o categoría de acciones había que respetar en toda su pureza la igualdad de derechos de las acciones y la igualdad en el valor nominal de los títulos (*vid.* GARRIGUES/URÍA, *Comentario...*, I, cit., p. 383). Y aunque, como se dice en SÁNCHEZ ANDRÉS/MENÉNDEZ/BELTRÁN, «Las acciones...», cit., p. 248, la doctrina ya había puesto de relie-

LSC reconoce, en igual sentido, la existencia de clases distintas de acciones en múltiples preceptos (v. gr. arts. 23, 94, 260, 293 y 320). De este modo, se reconoce que el principio de igualdad entre los accionistas no es absoluto, pues los efectos de dicho principio se extienden a aquellos accionistas que son titulares de acciones iguales entre sí, con lo que, en expresión que ha hecho fortuna, la igualdad de los derechos de los socios se refugia en la clase de acción⁽⁵⁶⁾. En consecuencia, el principio de igualdad puede tener dos ámbitos de actuación. En el primero sus efectos se expanden de manera absoluta respecto de todos los socios si los mismos son titulares de acciones iguales. En el segundo supuesto, este principio quedaría limitado de manera exclusiva a aquellos socios que comparten una misma posición corporativa porque son titulares de acciones iguales entre sí, por su específico contenido de derechos, pero diferentes de las demás⁽⁵⁷⁾. Estas últimas acciones están vinculadas entre sí porque comparten una absoluta identidad de contenidos de derechos. Paradójicamente, si todas las acciones de una sociedad incorporaran el mismo contenido de derechos no cabría, en rigor, hablar de clase de acciones. En resumen, pues, para que puede hablarse de acción especial es preciso que la especialidad se refiera al contenido de derechos y obligaciones de la condición de socio incorporados a la propia acción⁽⁵⁸⁾.

Esta reflexión acerca del concepto de clase nos lleva a dos consecuencias no ciertamente irrelevantes. La primera estaba reconocida en el propio artículo 50.1 de la LSA de 1989 a cuyo tenor se exigía que la creación de acciones que otorgaran algún privilegio respecto a las acciones ordinarias estaría sujeta a las formalidades previstas para la modificación estatutaria, principio recogido en los artículos 94.2 y 293 de la LSC. Estos preceptos parten de la consideración según la cual los derechos especiales que originan acciones especiales tienen normalmente su origen en los estatutos, constituyendo éstos la fuente de su régimen. Sin embargo, excepcionalmente sobre esta cuestión la ley puede prever un régimen determinado y típico para una específica clase de acciones, y eso es precisamente lo que aconteció en su momento con las acciones sin voto y lo que sucede ahora con las acciones rescatables. En este último caso estamos en presencia de lo que se ha denominado por la doctrina la preconfiguración legal o definición exclusivamente estatutaria del privilegio⁽⁵⁹⁾. Habrá que colegir que

ve estas diferencias, los términos explícitos recogidos en el viejo art. 37 de la LSA de 1989 dificultaban el intento de dotar de significado jurídico distinto a una y otra expresión; *cf.*, igualmente, BROSETA PONT, «Acciones: clases y régimen jurídico», en AA.VV, *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987, p. 458.

⁽⁵⁶⁾ *Cfr.* CUESTA RUTE, «Clases especiales...», *cit.*, p. 923. De todos modos, hay que convenir en la naturaleza completamente formal de la regla según la cual las acciones confieren a sus titulares iguales derechos, no sólo porque como se dice en GALGANO, *Diritto Commerciale. Le società*, Bologna, 1998/1999, p. 201, la posesión de una determinada suma de acciones puede otorgar todo el poder de gobierno de la sociedad, sino que la existencia de categorías especiales de acciones que contengan privilegios también supone una alteración de la referida regla. En parecido sentido *cf.* LENER, *Dizionario delle società*, Milán, 1997, p. 108.

⁽⁵⁷⁾ Así, AGUILERA RAMOS, «Clases y...», *cit.*, p. 154.

⁽⁵⁸⁾ *Vid.* GIRÓN, «Derecho de...», *cit.*, p. 223.

⁽⁵⁹⁾ *Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS/MENÉNDEZ/BELTRÁN, «Las acciones...», *cit.*, p. 255.

si la ley ha previsto un determinado esquema o modelo legal para tales acciones, éste tendrá carácter imperativo y la posibilidad de variantes o «subclases» dentro de una clase tipificada legalmente parece ser una posibilidad, cuando menos, muy discutible si tiene por finalidad la alteración de derechos corporativos como el voto o la suscripción preferente porque ello rompería el criterio de proporcionalidad entre esos derechos y el capital representado por la acción.

La segunda de las consecuencias apuntadas tiene que ver con el artículo 293 de la LSC, que consagra una aplicación concreta del principio de paridad de trato⁽⁶⁰⁾ al establecer un régimen de protección ante la posibilidad de lesión a los privilegios de acciones especiales o «cuando la lesión afecte sólo a una parte de las acciones pertenecientes a la misma clase y suponga un trato discriminatorio entre las mismas» (art. 293.2 LSC). La presencia de categorías especiales de acciones comporta una modificación en la organización interna de la sociedad debido a la existencia simultánea de diversos grupos de accionistas con intereses parcialmente no coincidentes. Si se admite que la categoría de acciones como tal constituye un grupo, podría concluirse que el titular de los derechos especiales dimanados de una o varias acciones, en realidad, sería el grupo mismo y no los individuos (accionistas) que conforman el grupo⁽⁶¹⁾. De este modo, la categoría de acciones sería la portadora de un derecho subjetivo frente a la sociedad en lo que respecta a la tutela de sus intereses comunes⁽⁶²⁾. En este sentido, no es la lesión singular de los derechos individuales de los accionistas de una clase lo que motiva la especialidad de ésta, sino, más bien, el atentado a la posición jurídica conjunta que todos ellos ostentan frente a los miembros de otras. Todos los socios que tengan idéntica posición corporativa habrán de defender sus derechos a través de un especial mecanismo de tutela, que bien puede consistir en una votación separada en el seno de la Junta general o en la celebración de una Junta especial en la que se salvaguardarán los intereses comunes del grupo a través del expediente de una votación

(60) El contenido de este principio postula sólo la igualdad de módulo: que dándose las mismas circunstancias, no sean distintas las cargas o ventajas para los socios. Es decir, se trata de la prohibición de un trato desigual, arbitrario y sin fundamento material (GIRÓN, *Derecho de Sociedades*, t. I, Madrid, 1976, p. 294). En el caso concreto que analizamos tal principio defiende el mantenimiento de los derechos especiales de una categoría con ocasión de posibles modificaciones estatutarias. Una visión general de este principio puede verse en MESTRE, «L'egalité en droit des sociétés (Aspects de droit privé)», en *Rev. soc.*, 1989, pp. 399-410.

(61) *Vid.* en este sentido SÁNCHEZ ANDRÉS/MENÉNDEZ/BELTRÁN, «Las acciones...», cit., p. 279. La defensa y tutela de los derechos individuales se regula como grupo y no individualmente; en consecuencia, como se reconoce en CAMPOBASSO, *Diritto...*, cit., p. 199, la defensa de los intereses de la categoría prevalece sobre la voluntad individual. Es necesaria la votación en Junta especial si los acuerdos de la Junta general perjudican los derechos de una determinada categoría de acciones pero no si el perjuicio se extiende a la totalidad de los derechos de todos los accionistas.

(62) Así, GARCÍA LUENGO/SOTO VÁZQUEZ, *El nuevo...*, cit., p. 270. La previsión normativa indudablemente tutela a los accionistas pertenecientes a una determinada categoría como grupo pero no con carácter individual, dado que la Junta especial de una categoría de acciones decide siempre por mayoría.

igualmente separada, cuyo objeto se contrae a ratificar o rechazar el acuerdo adoptado previamente en Junta general que se proponga modificar los estatutos de la sociedad y que comporte una alteración del régimen de facultades de una determinada categoría de acciones o, simplemente, que pueda romper de manera perjudicial el equilibrio entre las categorías de acciones⁽⁶³⁾.

3. *El derecho de redención como especialidad propia de la acción rescatable*

Hechas estas consideraciones conviene ahora determinar si las acciones rescatables son simples acciones ordinarias o si, por el contrario, constituyen una clase especial de acciones y son susceptibles de vertebración, en consecuencia, como una categoría propia y específica de acciones.

En principio, queda claro, desde luego, que la figura no constituye lo que se denomina un tipo de acción⁽⁶⁴⁾, dado que este concepto queda reservado para aquellas acciones que mantienen entre sí una cierta comunidad de régimen y determinadas características externas que tienen que ver, sobre todo, con la disciplina de la circulación (acciones nominativas o al portador) o con otros extremos (acciones liberadas o no liberadas, etc.), pero no con los derechos que incorporan las acciones.

En cambio, sí parece admisible que la acción rescatable, al margen de posibles particularidades o privilegios añadidos que pudiere albergar⁽⁶⁵⁾, sea susceptible de ser conceptualizada como una clase especial de acción capaz de articular una categoría

(63) Así, respecto de un supuesto de reducción de capital social se insiste en el Fundamento de Derecho Segundo de la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 9 de enero de 1998 (RA 270), en que hay que evitar el trato discriminatorio al punto de que si hubiera de afectar a una clase determinada de acciones será necesario el acuerdo mayoritario de los afectados conforme se exigía en el artículo 148 de la LSA de 1989 y se contempla ahora en el artículo 293 LSC.

(64) *Cfr.* DI SABATO, *Manuale...*, cit., p. 274, y AGUILERA, «Clases y...», cit., p. 159. En SÁNCHEZ ANDRÉS/MENÉNDEZ/BELTRÁN, «La acción...», cit., p. 252, se aclara que se trata de «una noción de conveniencia que a modo de cajón de sastre puede abarcar con fines preferentemente clasificatorios cualquier agrupación de acciones de características homogéneas».

(65) Nada impide que la acción rescatable, además del derecho especial por antonomasia que la define como clase especial de acción, pueda contener otros privilegios, tales como dividendos preferentes, postergaciones, etc. De hecho, la autonomía de las partes para determinar la naturaleza y modalidad de los privilegios patrimoniales tiene como límites, de un lado, el pacto leonino (art. 1.691 Código civil) que, evidentemente, debe ser entendido y aplicado en sentido sustancial y no meramente formal (DI SABATO, *Manuale...*, cit., p. 275 y LENER, *Dizionario...*, cit., 109), ya que toda sociedad presupone una comunidad de riesgos y de pérdidas y, de otro, la excesiva amplitud en la concepción del privilegio hasta el punto que pueda anular el contenido de los derechos especiales de los restantes accionistas (FREE, *Società pér azioni*, Berlire, 1973, p. 33).

ría ⁽⁶⁶⁾. El fundamento de tal argumentación estriba en que la especialidad o privilegio de estas acciones consiste, precisamente, no tanto en la atribución a sus titulares de un derecho de crédito, sino en el propio derecho o facultad de ser amortizadas. Frente al resto de las acciones ordinarias la facultad de redención anticipada supone un derecho especial que acredita por sí sólo la existencia de una posición del socio titular de la acción rescatable cuyo contenido es diverso al que corresponde al *status* de los demás accionistas. La entidad e importancia del derecho de los socios a recuperar el importe desembolsado antes que los demás titulares de acciones ordinarias implica y justifica que se pueda considerar a las acciones rescatables como una clase de acciones vertebrada en una categoría en consonancia con la significación que tradicionalmente se ha atribuido a este concepto y que se ha comentado anteriormente.

Tales circunstancias nos llevan a considerar que el derecho a la amortización anticipada, como tal derecho especial, tiene su sede, no en los individuos o titulares de las acciones que han de recuperarse, sino en el grupo de acciones formado por tales individuos. El portador es el grupo, no los individuos que lo integran, ya que la categoría de acciones se caracteriza por constituir un grupo, tal y como antes dejamos señalado. El derecho a la amortización anticipada tendrá, pues, que ser protegido mediante la organización de un sistema técnico, conocido entre nosotros como Junta especial, contra aquellos acuerdos adoptados en Junta general en la que en virtud del predominio de accionistas ordinarios se actúe en defensa de intereses contrarios o no afines a los de los titulares de acciones rescatables. Sin embargo, tal defensa puede ser relativa, pues como se apuntó hace ya tiempo por algún sector de la doctrina ⁽⁶⁷⁾, también los accionistas ordinarios pueden poseer acciones rescatables y utilizar su derecho al voto en la Junta especial para defender sus intereses en calidad de accionistas ordinarios, sin que exista un precepto específico que reglamente esta materia, de la que evidentemente no podemos ocuparnos porque nos aleja ostensiblemente de las cuestiones objeto de examen.

Comoquiera que el artículo 500 de la LSC permite que el rescate de las acciones se realice a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de acciones rescatables o de ambas partes, se plantean algunos problemas que no tienen, ciertamente, fácil solución.

Es indudable que si el ejercicio de la operación de rescate corresponde a la emisora, todas las ideas que anteceden tienen su perfecto encaje en el concepto de categoría

⁽⁶⁶⁾ En este sentido las acciones rescatables son calificadas como categoría de acciones en ARRANZ PUMAR, «Notas de actualidad. Mercado de Valores», *DN*, núm. 98, 1998, p. 96, e igualmente en VICENT CHULIÁ/SALINAS ADELANTADO, «Derecho de sociedades y mercado de valores», *La Ley*, 1999 (separata de 21 de abril de 1999), p. 4. Es evidente que, si bien la propuesta de normativa formulada por la «Comisión Especial» designada por la CNMV preveía la «rescatabilidad», únicamente, como posible característica de las acciones preferentes (con o sin voto), la LRMV, siguiendo la pauta marcada por la Comisión General de Codificación, optó finalmente por regular la acción rescatable como una clase o categoría de acciones (*vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones...», *cit.*, p. 2). En el Derecho del Reino Unido (GOWER'S, *Principles...*, *cit.*, p. 375) no existe duda alguna en cuanto a su conceptualización como una *class separate from those not issued as redeemable*.

⁽⁶⁷⁾ Así, GIRÓN, *Derecho...*, *cit.*, p. 226.

especial de acción, con lo que el principio de paridad de trato despliega toda su eficacia. En este sentido la sociedad no puede redimir alguna acción aislada o, dicho en otros términos, habrá de efectuar el rescate de manera conjunta y colectiva, sin que esté facultada la emisora para hacer redenciones parciales, aisladas o arbitrarias, pues el principio de paridad impone un trato como clase especial de acción.

En caso contrario, el intento de redención parcial o de cualquier modo opuesta al principio de paridad de trato que informa a la categoría de acciones rescatables haría entrar en funcionamiento la norma de cautela prevista en la LSC, con la exigencia del consentimiento de los afectados, adoptado mediante el sistema de mayoría, a fin de salvaguardar los intereses propios de la colectividad de los socios titulares de esas acciones especiales. El acuerdo adoptado en Junta general que apruebe una operación de rescate con efectos desiguales o discriminatorios por redimir una parte de la categoría tendrá que ser rechazado o aceptado, a su vez, por la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada para evitar el atentado a la posición jurídica conjunta que todos los titulares de acciones rescatables poseen frente a los miembros de otras clases de acciones ⁽⁶⁸⁾.

Ahora bien, dado que, como adelantamos *supra*, el artículo 500 de la LSC autoriza también a que el rescate sea solicitado por los titulares de acciones rescatables, evidentemente, surgen dudas en punto a si en este caso es o no aplicable el principio de paridad de trato en el sentido de si la operación de rescate debe realizarse siempre desde una óptica que considere a estos valores rescatables como grupo. En principio, de la literalidad del precepto podría deducirse la vertebración aislada del ejercicio del rescate supeditado a la libérrima voluntad del socio.

Sin embargo, de admitirse la posibilidad de un rescate *ad libitum* o «a la carta», esto es, individualizado y a voluntad de los titulares de acciones rescatables, pudiera ocurrir que las solicitudes de los interesados forzaran a la emisora a que mediante la previa adopción de los preceptivos acuerdos en Junta general se procediere a realizar continuas operaciones de aumento y reducción de la cifra del capital social de la entidad. Por otra parte, además, dado que la regulación de la LSC es bastante explícita en materia de financiación de amortización de acciones rescatables, parece que puede colegirse que no cabe la compra de estas acciones por la emisora para incluirlas en su autocartera como si se tratase de un supuesto de adquisición derivativa de acciones propias, con lo que debe quedar descartada esta posibilidad a efectos de proceder al rescate de valores «a la carta».

En definitiva, si se enfoca esta cuestión desde el punto de vista de la disciplina del capital, pronto se apreciará que la admisibilidad del ejercicio individual del derecho de rescate con los consiguientes aumentos y reducciones del capital de la compañía o, en

⁽⁶⁸⁾ Incluso si en los estatutos de la sociedad se previera un rescate de acciones aisladas, con quebranto del principio de paridad de trato de la categoría, también habría que acudir al sistema de votación separada del artículo 293 LSC, a menos que, como se dice en SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad anónima...*, cit., p. 36, los estatutos separen «de antemano en dos clases distintas las acciones que pueden ser redimidas aisladamente o que gozan de prioridad en el rescate».

su caso, sólo reducciones, en función de la vía elegida para la financiación de la operación de rescate, nos conduciría, como ya se ha advertido en la doctrina, hacia la figura de la sociedad de capital variable⁽⁶⁹⁾. Como es sabido, un supuesto paradigmático de tal posibilidad viene constituido por las Sociedades de Inversión de Capital Variable, en donde no se sigue el principio de estabilidad del capital social, por cuanto que su especialidad más relevante consiste en la posibilidad de aumentar o disminuir automáticamente su capital, dentro de los límites máximo o mínimo fijados en sus estatutos, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones, sin necesidad de acuerdo de la Junta general⁽⁷⁰⁾.

Muy al contrario, en la sociedad anónima la consideración del capital social como cifra de retención del patrimonio social en garantía de acreedores exige que se garantice el activo patrimonial a través del cumplimiento de los principios ordenadores del capital y, en concreto, de los principios que tradicionalmente son conocidos con las denominaciones de determinación, exacta formación y conservación del capital social⁽⁷¹⁾. En la propia Segunda Directiva CEE en materia de sociedades se alude a la estabilidad del capital cuando se dice que «para asegurar una equivalencia mínima en la protección tanto de los accionistas como de los acreedores de estas sociedades, tiene especial importancia la coordinación de las disposiciones nacionales que afectan a su constitución, así como a la estabilidad [...] de su capital» (cdo. 2.^o).

Estas consideraciones acerca del capital social de la anónima entran en pugna con la hipotética existencia de «sociedades anónimas de capital variable». Habrá que concluir que el portador del derecho del rescate es, en realidad, el grupo de acciones considerado como una clase o categoría especial por tratarse de un derecho colectivo. Sólo si su ejercicio se encauza dentro de los límites derivados de la consideración de la acción rescatable como una clase o categoría especial de acción podrán eludirse los problemas consustanciales a las opciones individualizadas y libres de los titulares de los valores rescatables que implicarían tantas reducciones de capital social cuantas fueran las operaciones de rescate.

La tercera posibilidad reconocida en el artículo 500 de la LSC hace referencia al rescate de las acciones a solicitud de la emisora y de los titulares afectados. Sin perjui-

(69) Así, SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad anónima...*, cit., p. 41.

(70) *Vid.* artículo 32 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Particularmente, la Ley alemana para la modernización de la inversión y para la tributación de los bienes de inversión de 15 de diciembre de 2003 (*BGBI.* 2003I, núm. 62, 19-12-2003) concede a los accionistas un particular derecho de rescate como derecho exclusivo de los titulares, con lo que no son homologables estos valores a las acciones rescatables en el sentido estricto, como se ha puesto de manifiesto en BAUMS, T. y KIEM, R., «Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital», *Arbeitspapiere*, núm. 118, Institut für Bankrecht, Frankfurt am Main, 2003, p. 12, en donde, además, se destaca que todas las acciones de este tipo social son de la misma clase, con lo que resulta particularmente difícil equipararlas a las acciones rescatables que, por sí, constituyen una categoría específica de acciones.

(71) *Cfr.* QUINTANA CARLÓ, «El capital social», en AA.VV., *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, dirigido por Ángel Rojo, Madrid, 1987, pp. 112 y 113.

cio de que por mor de una mejor exposición sistemática nos ocupemos más adelante de esta cuestión, sí conviene adelantar que este supuesto plantea, en principio, ciertos problemas derivados de las omisiones en la regulación de esta modalidad del rescate.

En definitiva, pues, independientemente del contenido del acuerdo adoptado en Junta relativo a las características concretas de una determinada emisión de acciones rescatables, lo cierto es que tales valores están dotados de un contenido homogéneo previsto en la propia LSC, lo cual lleva a admitir que, efectivamente, constituyen una concreta clase de acciones⁽⁷²⁾.

G) Función económico-financiera

1. Planteamiento de la cuestión

Como ya se tuvo ocasión de adelantar *supra* al tratar sobre el «*iter* legislativo de la reforma», en la propia Exposición de Motivos de la LRLMV el legislador anticipó que las acciones rescatables eran unos activos que favorecían la mejora de la financiación empresarial, especialmente a través de los mercados financieros, y que redundaban en un mayor reforzamiento de los recursos propios de la sociedad anónima que los emitía. Ello nos lleva a admitir que se trataría, en esencia, de un instrumento de financiación de la empresa. En tal sentido, y desde el punto de vista de la fenomenología financiera, la empresa puede ser definida como una sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación⁽⁷³⁾. En consecuencia, en dicho contexto, la cuestión de la función económico-financiera de las acciones rescatables ha de ser tratada de acuerdo con esa perspectiva fenomenológica. Conviene precisar, asimismo, que, recientemente, dentro de la expresión genérica de «finanzas» o «economía financiera empresarial» se suelen incluir tanto los problemas relativos a la financiación como las cuestiones que tienen que ver con la inversión empresarial⁽⁷⁴⁾.

Desde el punto de vista de la economía financiera de la empresa, la emisión de acciones rescatables estaría relacionada con las decisiones sobre la estructura de capital, en cuanto que se refiere a la composición de los recursos financieros que la empresa necesita para llevar a cabo su actividad económica⁽⁷⁵⁾.

(72) En tal sentido, entre otros, YANES YANES, *Las acciones rescatables...*, cit., p. 106.

(73) Vid. SUÁREZ SUÁREZ, *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Madrid, 1993, p. 28, en donde se trata ampliamente la cuestión acerca de la inversión y la financiación empresarial como contenido de una disciplina de carácter económico.

(74) Los matices al respecto pueden consultarse en FERNÁNDEZ y GARCÍA OLALLA, *Las decisiones financieras de la empresa*, Barcelona, 1992, p. 93.

(75) En la moderna Administración Financiera se acepta como objetivo general de la empresa la maximización del valor de la misma para sus accionistas, esto es, la maximización del valor de mercado de sus acciones. Y este objetivo es especialmente idóneo para las sociedades cotizadas de cierta magnitud cuyas acciones cotizan en bolsa. De acuerdo con este esquema, los responsables de la gestión financiera tendrán que adoptar las decisiones óptimas a fin de maximizar el valor. En la terminología anglosajona se habla de «*financial decision making*» para significar de qué forma resultará afectado el

Dentro de este escenario, la financiación externa estaría integrada por aquellos recursos financieros que la empresa obtiene del exterior, en contraposición a los recursos que la empresa pueda generar, como son típicamente las reservas, amortizaciones, provisiones y previsiones que constituyen recursos financieros de orden o carácter interno. En consecuencia, las acciones rescatables no dejan de ser una fuente de financiación de la empresa que, por su origen, merece la calificación de externa y cuyo objetivo último, desde el enfoque expuesto, no es otro que nutrir los fondos propios de la empresa, y esa podría, o al menos debería, constituir su función económica primordial, con las matizaciones que derivan de las previsiones del PGC. Dentro del marco de la teoría financiera se distinguen dos tipos básicos de fuentes de financiación genéricas de capital: recursos propios y recursos ajenos⁽⁷⁶⁾. La emisión de acciones rescatables constituye, pues, un recurso financiero más con que cuenta la empresa. El empleo que se haga de ese instrumento responde a una decisión de financiación que iría dirigida a la obtención de recursos financieros suficientes encaminados a financiar los proyectos de inversión, con lo que, al menos teóricamente, se contribuye al logro del objetivo anteriormente indicado relativo a maximizar el valor de la empresa, consiguiendo recursos financieros al mínimo coste.

Sin embargo, comoquiera que se trata de valores que encierran una aportación temporal, la doctrina también les ha atribuido algunas utilidades específicas relacionadas con los supuestos de decrecimiento de capital y reversión de activos.

2. «Sociedades con decreciente necesidad de capital»

Si partimos de la base según la cual toda organización empresarial, en principio, tiende a mantener un crecimiento progresivo o, al menos, a consolidar y afianzar su posición en el mercado, la posibilidad premeditada, y aparentemente anómala, de reducir dimensiones en momentos de estabilidad económica y ausencia de crisis se ha encauzado por la doctrina hacia el fenómeno de las denominadas «sociedades con decreciente necesidad de capital». Se trata de sociedades cuya actividad impone una paulatina amortización del capital y en las que no existe reinversión de beneficios. De este modo, según la tesis clásica, la sociedad a medida que obtiene ingresos procede a reembolsar de manera voluntaria a sus accionistas el importe de sus acciones, con lo que se produce una suerte de liquidación permanente merced a la progresiva enajenación del patrimonio⁽⁷⁷⁾.

«valor» en función de los *expected outcomes* en relación con el abanico representado por las diferentes alternativas posibles, tal y como se explica en BESLEY y BRIGHAM, *Essentials of Managerial finance*, Thomson South-Western, 2005, p. 89.

(76) Cfr. FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, *Introducción a las finanzas*, Madrid, 1994, p. 201.

(77) La denominación de «sociedades con decreciente necesidad de capital» puede verse en GARRIGUES/URÍA, *Comentario...*, t. II, cit., pp. 310 y 311, en donde, al referirse a las sociedades inmobiliarias que no reinvierten los beneficios de las ventas de los inmuebles, se aclara que: «Tal ocurre en las sociedades dedicadas a la adquisición y venta de terrenos [...] El producto obtenido con las ventas de terrenos no se utiliza, pues, para repartir dividendos, sino para una progresiva restitución del capital a los accionistas».

En este supuesto se trata de sociedades a las que el carácter peculiar de la actividad desarrollada les impone una progresiva amortización de sus fondos propios, con lo que la utilización de acciones rescatables estaría plenamente justificada⁽⁷⁸⁾ y serviría de cauce para prever anticipadamente la devolución progresiva de la previa inversión en recursos propios, aunque ello pudiera producirse en la práctica de modo muy eventual y episódico⁽⁷⁹⁾, tal y como ocurre, en el supuesto paradigmático, con las sociedades de carácter inmobiliario que se constituyen exclusivamente para proceder a la venta de bienes inmuebles o de determinadas edificaciones. En los casos de actividades financieras relacionadas con el capital-riesgo parece ser que la cláusula de rescate tendría cierta aplicación, dado que en estas actividades van implícitas las limitaciones temporales de las inversiones, con su consiguiente desinversión. En efecto, se trataría de una toma de participación en recursos propios estable, de carácter temporal, con la finalidad última de obtener una significativa plusvalía al verificar la desinversión. El artículo 2.1 de la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, les señala, precisamente, como actividad principal la toma de participaciones en el capital de empresas con carácter temporal⁽⁸⁰⁾.

La sociedad con decreciente necesidad de capital tiene como nota esencial destinar sus beneficios directamente a la amortización de acciones, como acontece en el ámbito de las corporaciones locales cuando la actividad empresarial se contrae a la obtención de una concesión de obras o servicios públicos⁽⁸¹⁾. En este caso la concesionaria estaría obligada a financiar la inversión inicial, así como su mantenimiento, para que, posteriormente, con la reversión de las instalaciones al concedente tenga lugar la finalización de la concesión⁽⁸²⁾. Para evitar la desaparición del capital, la sociedad ha

(78) Con mucha anterioridad a la regulación de la figura en el Derecho societario español ya se advirtió en PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia/Zaragoza, 1973, p. 91, respecto de las sociedades de esta naturaleza, que «la previsión de estos extremos al momento de redactarse los estatutos puede traducirse en la inclusión en ellos de cláusulas en las que se contenga un plan de amortización progresiva de acciones».

(79) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización...*, cit., p. 186.

(80) Como se advierte en ESPÍN GUTIÉRREZ, «La nueva regulación del capital-riesgo en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre», *RdS*, 26, 2006, p. 99, la palabra «toma» puede abarcar todo tipo de adquisiciones, tanto originarias como derivativas.

(81) Así, en la experiencia española puede citarse como ejemplo la STS de 21 de marzo de 1986 (RA 1466), relativa a un supuesto en que las acciones de socios privados (no públicos) en la entidad «Empresa Mixta de Servicios Funerarios de Madrid, S.A.» obtenían un reembolso periódico. En el Fundamento de Derecho Cuarto de dicha resolución se advierte, entre otros extremos, que «Es evidente que ese reembolso estatutario, fijo en la cuantía y el tiempo, de las acciones Serie B, se hacen a expensas del ingreso diario como si de un gasto general más se tratara, por lo que técnicamente no es amortización, sino reembolso de la aportación patrimonial que la acción significa...».

(82) Según se explica en GARRIGUES/URÍA, *Comentario...*, t. II, cit., pp. 310, «el carácter temporal de las concesiones administrativas y la obligada reversión al estado de la obra pública y de las instalaciones de la empresa concesionaria al llegar el término de la concesión, traería por resultado la total evaporación del capital social si la sociedad no se cuidase de amortizarlo progresivamente antes de la reversión prevista».

de ir reembolsando gradualmente las acciones por medio de un coeficiente anual de amortización. Este reembolso gradual anual ha de ser equivalente a la disminución de capital en el mismo período de tiempo. Una vez finalizado el plazo de concesión, el capital quedará totalmente reembolsado a los accionistas. Los socios recuperarían las aportaciones realizadas, dado que no podrían disfrutar la realización de un patrimonio que, de todos modos, pasaría a manos de la Administración concedente. Sin embargo, aun cuando la sociedad quede obligada a detraer de sus ingresos ciertas partidas a fin de compensar la pérdida de valor impuesta por la reversión, el rescate de acciones emitidas puede no ser necesariamente imperativo⁽⁸³⁾.

En el caso concreto de las llamadas «empresas mixtas», que necesariamente habrán de revestir la forma de sociedad comanditaria por acciones, anónima o de responsabilidad limitada⁽⁸⁴⁾, el Reglamento de Servicios de las Corporaciones Locales de 17 de junio de 1955 prevé en su artículo 111.3 que «en la constitución o Estatutos de la Empresa habrá de preverse la forma de amortización del capital privado durante el plazo de gestión del servicio por la misma, y expirado el plazo que se fije revertirán a la entidad local, sin indemnización, el activo y pasivo y, en condiciones normales de uso, todas las instalaciones, bienes y material de servicio». Esta previsión legal guarda coherencia con la premisa básica de la duración máxima de esta persona jurídica de carácter público, que no puede superar los cincuenta años. Por ello, el RSCL establece que en la constitución o estatutos se arbitre una fórmula de amortización del capital, que bien podría ser reconducida a la inclusión de una cláusula de rescate, aunque sin olvidar que sólo la anónima cotizada puede emitir *stricto sensu* acciones rescatables, lo cual restringe significativamente el ámbito de emisión de estos títulos. Obsérvese, además, que desde tiempo atrás en las sociedades públicas de economía mixta se ha venido produciendo, de un modo u otro, el rescate del capital privado a fin de dar cumplimiento al mandato estatutario típico de estas sociedades⁽⁸⁵⁾.

(83) Así, FERNÁNDEZ DEL POZO, «Las acciones...», cit., p. 1.166. Además, en este supuesto parece ser que la experiencia ha demostrado que las inversiones iniciales de las sociedades de esta naturaleza suelen hacerse con recursos ajenos, con lo que no se afecta realmente a la estructura del capital social, no siendo absolutamente necesario que se verifique una periódica restitución del capital a los accionistas; *vid.* PÉREZ DE LA CRUZ (con la colaboración de AURIOLES MARTÍN), «La reducción de capital», en Uría, Menéndez, Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. VII, v. 3.º, Madrid, 1995, p. 21.

(84) Sobre tal extremo *vid.* el artículo 85 ter de la Ley 7/1985, de 2 de abril, Reguladora de las Bases del Régimen Local, así como el artículo 103 del Real Decreto Legislativo 781/1986, de 18 de abril, por el que se aprueba el Texto Refundido de las Disposiciones Legales vigentes en materia de Régimen Local.

(85) De todos modos, la adquisición por la sociedad de sus propias acciones constituye un expediente que simplifica grandemente la restitución de aportaciones. *Id.* VELASCO SAN PEDRO, «La adquisición de acciones propias: problemas de política jurídica y tendencias legislativas», *RdS*, 11, 1999, p. 66.

3. La reversión de activos

Las cuestiones anteriormente tratadas nos conducen al problema de las sociedades con activos sujetos a reversión⁽⁸⁶⁾, lo que suele acontecer con las sociedades que explotan una concesión administrativa, las cuales ponen a disposición de la entidad de Derecho público otorgante de la concesión unos activos cuyo valor en el momento de la reversión han de ser recuperados durante el plazo de duración de la concesión. Tal recuperación se consigue mediante la creación de una provisión a la que se denomina fondo de reversión que, contablemente, viene a ser el pasivo acumulado sistemáticamente a lo largo de la vida de la concesión por la sociedad sujeta a reversión de los activos, y que se dota con cargo a gastos de explotación, hasta alcanzar a su término el valor neto contable de los activos que han de revertir, con el incremento relativo a los gastos efectuados sobre tales activos a fin de que su entrega se ajuste a los términos de la concesión⁽⁸⁷⁾.

Desde una perspectiva estrictamente contable la reversión de activos implicaría repartir sistemáticamente durante el intervalo de la concesión el importe que implica la reversión del activo, que se producirá al término de la concesión. Tal magnitud debe tener en cuenta dos parámetros, que son el valor neto contable de los activos reversibles en la fecha de la entrega y los gastos e inversiones que supuestamente han de realizarse en el momento de la reversión con los activos correspondientes. Se ha advertido que la provisión para la reversión de activos gradualmente constituida tiene la consideración de un auténtico pasivo exigible en especie devengado y perfectamente cuantificado, por lo que la provisión que se constituye no tiene el carácter de recursos propios. Se trata de un gasto que tiene la finalidad de cubrir una pérdida real. Ello es independiente de que el valor monetario de las cosas en el momento de la reversión sólo pueda tener carácter estimado, dado que se trata de una entrega futura de activos reales⁽⁸⁸⁾. Desde el punto de vista del registro contable, la estructuración idónea de la presentación de los activos reales sujetos a reversión y de la provisión acumulada por reversión de activos ha de realizarse por separado, como activos reales y como pasivos exigibles a largo plazo.

El nuevo PGC conceptúa las concesiones administrativas como inmovilizaciones intangibles, que son activos no monetarios sin apariencia física susceptibles de valoración económica. No existe terminológicamente una específica dotación a un fondo de reversión, por lo que hay que entender que habrá que hacer uso de la Cuenta 142 relativa a la provisión para otras responsabilidades. La dotación de esta provisión consiste en la creación de un fondo por el que se periodifica el coste de la reversión

(86) Cfr. YANES YANES, *Las acciones rescatables...*, cit., pp. 57 y ss., donde se sostiene la idoneidad de las acciones rescatables como mecanismo para la restitución de la aportación.

(87) Cfr. ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS, *Principios Contables*, Madrid, 1991, p. 17.

(88) Así, GINER, «Reflexiones en torno a la dotación al fondo de reversión», *Técnica Contable*, junio, 1994, pp. 206 y 207, y CEA GARCÍA, *Análisis contable de la reversión de activos*, Madrid, 1990, p. 27.

gratuita a la Administración concedente durante el período de la concesión, permitiéndose así la recuperación del capital invertido⁽⁸⁹⁾. De todos modos, debe observarse que si el período de concesión es igual al período de amortización los activos estarán totalmente amortizados cuando se cumpla dicho período, por lo que no sería necesaria ninguna provisión.

Parece ser que la amortización técnica se justificaría por la depreciación o pérdida de valor sufrida por los elementos del activo fijo, y no por el hecho de la reposición, si bien los recursos liberados a través de la amortización tiene un efecto financiero, por lo que, como se ha sostenido, podrían ser empleados en cualquier otra actividad de la sociedad y no exclusivamente a la reposición de activos fijos cuando expire su vida útil, aunque en tal caso habría que arbitrar otro mecanismo para financiar la reposición⁽⁹⁰⁾.

Para el caso de sociedades que exploten una concesión, ya se trate de suelo público cedido para la explotación privada en orden a la construcción, mantenimiento y disfrute de autopistas, como de transporte suburbano, canteras, aparcamientos urbanos, etc., la dotación de la provisión recogida en la cuenta 142 del PGC permitiría articular la amortización de las acciones de la sociedad que explote la concesión, con la consiguiente recuperación de la aportación verificada por el accionista.

4. Las acciones rescatables como fuente de financiación

Al margen de las sociedades con actividades empresariales que, por unos u otros condicionamientos, quedan limitadas en el tiempo, ya sea por el carácter temporal de la concesión o por la naturaleza de su actividad, otro supuesto en que la doctrina ha detenido su atención se refiere a las sociedades con necesidad de una significativa inversión inicial o de arranque o, simplemente, ya operativas pero con necesidad de capitalización. Respecto de ellas pudiera pensarse que la emisión de acciones rescatables podría resultar un útil mecanismo de obtención de recursos propios⁽⁹¹⁾. Cabe entender, sin embargo, que su plena virtualidad exigiría que no se tratase de acciones con cláusula de rescate y simplemente ordinarias en lo demás, ya que podrían carecer de atractivo económico para el inversor, con lo que nos estaríamos refiriendo a acciones rescatables en sentido estricto o, en otros términos, acciones ordinarias

(89) Vid. ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS, *Principios...*, cit, p. 20.

(90) Cfr. GINER, «La naturaleza económica y contable del fondo de reversión», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, julio-septiembre, 1991, p. 629.

(91) Así se sostiene en SÁNCHEZ ANDRÉS, «Aumento...», cit., p. 370, donde, de otro lado, se defiende, además, que las hipótesis de «sociedades con decreciente necesidad de capital» o con necesidad de financiación de arranque igualmente podrían encontrar una solución en la figura de la amortización del capital del Derecho francés, tratada oportunamente *supra*. En contra de este último postulado se manifiesta FERNÁNDEZ DEL POZO, «Las acciones...», cit., p. 1.168, por entender básicamente que la institución del *amortissement du capital* es difícilmente encajable en un Derecho como el nuestro en el que se exige una correspondencia entre la cifra de capital escriturado y el valor nominal de las acciones emitidas.

sujetas a una cláusula de rescate. Parece, pues, aconsejable que tales acciones deberían estar dotadas de algún privilegio económico añadido⁽⁹²⁾, que conllevara un estímulo de esta naturaleza para el inversor; lo cual nos conduciría a una suerte de acción preferente o privilegiada que, además, incorporaría una cláusula de rescate (desde el punto de vista jurídico de la categoría de acción, seguiría siendo una acción rescatable). Así acontece en algunas legislaciones foráneas, como las acciones *preferenciais remíveis* portuguesas (estudiadas en la primera parte de este trabajo), que encierran privilegios patrimoniales, o el caso de la mayoría de las leyes societarias de los Estados Unidos, como ocurre con la *Delaware General Corporation Law*. Es sabido, ello no obstante, que el modelo legal acogido por nuestro legislador no se pronuncia sobre este punto, regulándose la figura como una categoría de acciones cuya única especialidad estriba en el rescate que las caracteriza⁽⁹³⁾. De todos modos, nada impide que por vía estatutaria puedan otorgarse a estas acciones otros privilegios, tal como un dividendo preferente, con lo cual se ofrecería al inversor una mayor rentabilidad o, incluso, configurarlas como acciones sin voto con un dividendo anual mínimo fijo o variable; sin olvidar, tampoco, que su régimen depende también en un determinado grado del acuerdo de emisión oportuno.

Ahora bien, la utilidad económica de las acciones rescatables adquiriría una importante significación si nos centramos en la función de financiación de la propia sociedad emisora. En efecto, la sociedad podría acudir a esta vía para obtener recursos financieros a un coste menos elevado que el representado por otras alternativas. En este sentido, podrían captarse nuevos inversores ofreciendo estos valores a una determinada rentabilidad, que fuera superior a la que sería propia de otros. Comoquiera que el tipo de interés oficial en el mercado puede oscilar, para el caso de que aquél llegara a situarse por debajo de la rentabilidad de las acciones rescatables emitidas, la sociedad, dentro de los términos acordados para el rescate, podría amortizar estos valores y financiarse en condiciones más ventajosas mediante, por ejemplo, empréstitos a una tasa de interés inferior al coste o rentabilidad de las acciones rescatables. Se trata ni más ni menos que de ejecutar la cláusula de rescate cuando las condiciones de financiación del mercado así lo aconsejen y, en su caso, proceder a la emisión de otros valores que estén mejor adaptados a los cambiantes requerimientos del mercado⁽⁹⁴⁾. Desde esta óptica cabe destacar una ventaja, ya que parece que los valores rescatables, una vez redimidos, permiten una refinanciación de la sociedad a un coste menor,

(92) De hecho, en el texto de la Propuesta inicial de la «Comisión Especial» (*vid. supra*) puede leerse literalmente que «las acciones privilegiadas podrán ser rescatables».

(93) La Segunda Directiva CEE en materia de sociedades no se pronuncia al respecto, como tampoco lo hizo el artículo 47 o. del Anteproyecto de 1987.

(94) En GOWER'S, *Principles...*, cit., p. 375, se insiste que la compañía puede pedir dinero prestado a un interés más bajo que la suma referida al dividendo fijo. En esta línea se afirma en GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones...», cit., p. 2, que, «... cuando el dividendo de las acciones preferentes se sitúe por encima de los ofrecidos por las nuevas emisiones que acceden al mercado, a causa de una caída de los tipos de interés o de una mejora de solvencia del emisor que le permita abaratar sus posibilidades de financiación, la sociedad puede servirse de la facultad de rescate para amortizar la emisión de que se trate y para refinanciarse...».

cuando disminuyan los tipos de interés, evitándose, así, la emisión de deuda, y permitiéndose a la sociedad modificar su política financiera en función de la evolución del mercado en cuanto a los costes financieros de la deuda.

Otro aspecto positivo para la sociedad emisora consiste en que la retribución de estos valores puede configurarse con un carácter variable, que dependerá de la marcha de cada ejercicio económico, como si de una acción ordinaria se tratara. La emisora no tiene que soportar, en este sentido, una retribución en términos de interés con independencia de la situación económica, como ocurre con la emisión de obligaciones. Si se considera, además, que las aportaciones de los titulares de acciones redimibles son capital propio y no recursos ajenos, financieramente mejorarían los indicadores de solvencia de la sociedad ⁽⁹⁵⁾.

Desde otra perspectiva distinta, sin embargo, pueden vislumbrarse ciertas desventajas derivadas de la emisión de acciones rescatables. En tal sentido se ha apuntado que estas acciones, si bien constituyen una fuente de financiación complementaria y temporal, también resulta relativamente onerosa para la sociedad ⁽⁹⁶⁾. Lo cierto es que si la suscripción de acciones rescatables requiere que este «producto» sea atractivo y, en consecuencia, hay que ofrecer elevadas rentabilidades, ello podría comportar algunos efectos no deseados. La creación de acciones privilegiadas o superprivilegiadas no sólo puede constituir una gravosa carga financiera para la sociedad, sino que también tales valores serían susceptibles de distorsionar el adecuado funcionamiento de la misma, generando una dialéctica de intereses opuestos respecto de los accionistas con acciones ordinarias ⁽⁹⁷⁾.

Al margen de esta consecuencia, que no es exclusiva de esta figura, sino denominador común respecto del resto de las acciones privilegiadas, cabe destacar otro efecto, que tiene que ver con la financiación de la operación de rescate. Si la sociedad carece de bienes libres bastantes para satisfacer el rescate, como se tendrá ocasión de comentar, en principio, sólo dispone de dos opciones: proceder a una emisión de acciones rescatables (*fresh issue*) o reducir capital con devolución de aportaciones.

La primera de las opciones reseñadas se convertiría con toda probabilidad, y en estas circunstancias, en una hipótesis inviable. Aunque las nuevas acciones incorporaran relevantes privilegios económicos, los potenciales suscriptores posiblemente estarían apercibidos de la situación de una sociedad que no genera beneficios y que carece

⁽⁹⁵⁾ Esta circunstancia se manifiesta en DE LA VEGA JIMÉNEZ/MONGE LOZANO/DOMÍNGUEZ CASADO, «Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables», *AF*, 1999, p. 55, que reconocen que la *ratio* de endeudamiento (recursos ajenos/recursos propios) de la empresa «... podría permitir la captación posterior a un menor coste de nuevas fuentes de financiación ajena».

⁽⁹⁶⁾ Así, SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Instituciones...*, I, cit., p. 568.

⁽⁹⁷⁾ En este sentido se pone de relieve en ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 30, que el exceso de privilegios de las acciones rescatables representa un daño potencial «tanto para los titulares de acciones ordinarias como para la propia sociedad».

de reservas. Intentar cubrir una emisión con otra nueva puede generar, además, una práctica rechazable de articulación piramidal del mecanismo del rescate en el que la captación de recursos para redimir acciones se basaría en una nueva emisión que, a su vez, se sustentaría en una tercera y así indefinidamente, hasta donde lo permitieran el crédito y la confianza⁽⁹⁸⁾, con lo que se estaría operando dentro de los parámetros de un esquema «Ponzi».

Respecto de la segunda opción, esto es, devolver aportaciones y reducir capital, habrá que concluir que, eventualmente, se configura como la única solución posible si la redención se realiza a solicitud de la sociedad emisora. En cambio, si la satisfacción de los rescates quedara supeditada a la libre voluntad de los titulares legitimados para ello (*at will*), siempre y cuando se admitiera una exégesis del artículo 500 de la LSC en este sentido⁽⁹⁹⁾, tal hipótesis entrañaría graves riesgos para la sociedad. Ello colocaría a la emisora en una delicada situación, pues cualquier titular de una acción rescatable podría imponer acuerdos de reducción de capital en momentos en que la sociedad atravesara una situación financiera adversa que, por añadidura y sin duda alguna, no sería la más aconsejable. Este hecho se agrava si la solicitud de rescate individualizado se realiza en momentos en que los tipos de interés de otras inversiones son mayores o más rentables, con lo que la sociedad no sólo pierde financiación, sino que tendrá que reponerla y buscarla a tipos más altos. Sin embargo, el rescate a solicitud de la emisora no está exento de estos riesgos, con lo que sería recomendable prever tales eventualidades *ab initio*, desde el momento mismo de la emisión.

Comoquiera que, en los términos en que se expresa la Resolución de la DGRN de 16 de febrero de 1993⁽¹⁰⁰⁾, la posibilidad de que los acreedores se opongan al acuerdo de reducción de capital es «nervio de toda la regulación de la reducción del capital», el panorama se complica aún más, porque el cumplimiento de la previsión contenida en el artículo 334 de la LSC, que consagra el derecho de oposición de los acreedores a la reducción de capital por créditos nacidos antes de la fecha del último anuncio del acuerdo de reducción, en tanto no se le garanticen los créditos no vencidos, resultaría hartamente difícil. De existir tales acreedores se requeriría otorgarles garantías o fianzas por las cuantías de los respectivos créditos en momentos en que ni siquiera se dispone ni de reservas ni de beneficios libres para cumplir con la obligación de rescate. En conclusión, sólo si la sociedad dispone de recursos libres suficientes podrán los titulares de acciones rescatables redimir *at will* sus valores, siempre que prueben la concurren-

(98) Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad...*, cit., p. 16.

(99) En contra de la emisión de acciones rescatables a voluntad ya tuvo ocasión de manifestarse hace tiempo CUESTA RUTE, «Clases...», cit., p. 975.

(100) Se advierte, además, en el Fundamento de Derecho Segundo de la referida Resolución (RA 1410) que «Ciertamente, la protección de los acreedores debe presidir la interpretación y aplicación de la normativa relativa a la reducción del capital social, máxime cuando ésta tiene lugar con restitución de aportaciones a los socios». Esta singularidad de la institución se justifica en atención a la función de garantía que comúnmente se le ha asignado al capital social (PÉREZ DE LA CRUZ, «La reducción...», cit., p. 92).

cia de los requisitos estatutarios y, especialmente, los fijados en el acuerdo de emisión⁽¹⁰¹⁾.

Con estos antecedentes, aun considerando o admitiendo que estamos en presencia de acciones que integran el capital social y que, por consiguiente, se consideran recursos propios⁽¹⁰²⁾ (aunque contablemente puedan calificarse según los casos como pasivo financiero), sin embargo, desde la óptica de la funcionalidad económica revisten grandes parecidos con las obligaciones y demás valores de deuda, sin que pueda llegar a admitirse, como tuvimos ocasión de comentar, que se trate de valores híbridos. A este respecto no puede soslayarse que la acción, en general, constituye, junto con la obligación, un instrumento jurídico de captación de recursos financieros en el ámbito de los mercados primarios de capitales. Si jurídicamente son valores mobiliarios, desde el punto de vista de la economía financiera pueden calificarse —con las reservas oportunas— como activos financieros y ambas, acciones y obligaciones, facilitan la desinversión. Por tanto, aun cuando en la doctrina⁽¹⁰³⁾ haya podido apuntarse una posible dilución de la tipología económica en virtud del relevante proceso de convergencia entre ambos activos financieros, así como de una finalidad económica/financiera similar, no puede obviarse el hecho de que la estructura jurídica de estos valores mantiene palmarias diferencias⁽¹⁰⁴⁾, sin que la acción rescatable sea ajena a estas circunstancias. En este contexto este valor se erige en una fórmula de financiación más tendente a procurar fondos propios para atraer inversores y favorecer la capitalización de la sociedad anónima⁽¹⁰⁵⁾.

En última instancia, la cláusula de rescate puede configurarse como un instrumento que permite a la sociedad adaptar su estructura de capital a sus específicas necesidades financieras⁽¹⁰⁶⁾. Esta es otra virtualidad que no puede pasar inadvertida y que exige que la cláusula de rescate se analice desde el punto de vista de su enorme flexibilidad en la amortización de los valores emitidos. En este sentido, dicha cláusula permite amortizar aquellas acciones que, además de ser redimibles, contienen privilegios que pueden llegar a convertirse en una pesada carga para la sociedad. De este

(101) En este sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, «Sociedad...», cit., p. 16.

(102) Desde el punto de vista de la organización financiera de la sociedad anónima es esencial la distinción entre fondos propios y fondos ajenos. Los primeros están integrados por las aportaciones sociales, los beneficios reflejados en balance y las reservas, *vid.* VICENT CHULIA, *Derecho...*, t. I, v. 1.º, cit., p. 427.

(103) *Vid.* BERCOVITZ, A., «El derecho...», cit., pp. 67 y ss.

(104) Desde un punto de vista económico este hecho se explica en DOMÍNGUEZ GARCÍA, «La obligación...», cit., p. 1.215, al afirmarse que «Las obligaciones representan la participación en una operación económica unitaria de financiación, mientras las acciones representan la participación en un capital de riesgo con consecuencias de orden patrimonial y de orden social».

(105) Así reconocidos como tales recursos propios en GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 6; *cfr.*, igualmente, BELTRÁN SÁNCHEZ, «Las clases...», cit., p. 199.

(106) Ello se explica en GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones...», cit., p. 3, argumentando con base en una combinación de aportaciones indefinidas y otras acotadas en el tiempo.

modo, la emisora dispone de un mecanismo de ajuste de la estructura del capital que impide la perpetuación en el tiempo de aquellos titulares de determinadas clases de acciones que, por su contenido de derechos, defienden intereses que pueden convertirse en antagónicos respecto de los inherentes a los accionistas ordinarios.

5. *Inversores y acciones rescatables. La experiencia práctica en nuestro Derecho*

Dado que estos valores, ciertamente, pueden estar desposeídos de cualquier tipo de privilegios, la inversión, obviamente, carecería de una rentabilidad garantizada, a diferencia de lo que ocurre con la emisión de deuda. Además, si la sociedad acordara no distribuir beneficios durante el tiempo de vida de la acción rescatable, el titular de la misma no percibiría dividendos y para cuando se ejecutare el rescate sólo se le restituiría su aportación inicial, con lo que la potencialidad económica de la inversión realizada beneficiaría sólo a los restantes accionistas. Esta situación se agrava si consideramos que la cláusula de rescate limita las expectativas de beneficios futuros, cuando el ejercicio de esta facultad corresponda a la emisora. De este modo, si la sociedad emisora atraviesa una coyuntura económicamente favorable, merced a las aportaciones realizadas —entre otros— por los titulares de acciones rescatables, que se traduce en un incremento del patrimonio social y en un futuro reparto de beneficios, el rescate de las acciones en cualquier momento, transcurrido el plazo legal de los tres años, mermaría la plena rentabilidad a largo plazo de la inversión, con lo que, igualmente, se beneficiarían los restantes socios.

Aun cuando sólo se trate de acciones ordinarias con cláusula de rescate, carentes de privilegios, desde el punto de vista del potencial inversor merecen ser destacados algunos aspectos positivos, tales como, por ejemplo, los siguientes:

— Las acciones rescatables podrían ser atractivas para inversores con cierta aversión al riesgo, puesto que tienen garantizado, al menos, el reembolso del valor nominal desembolsado e, incluso, el cobro de una prima de rescate si así estuviere previsto⁽¹⁰⁷⁾.

— Dado que ha de tratarse forzosamente de sociedades anónimas cuyas acciones coticen en Bolsa, únicas que, como es sabido, legalmente pueden emitir estos valores, cabe esperar que el inversor considere estas emisiones arropadas de un *plus* de transparencia y solvencia económico/financiera. A favor de esta tesis juega la normativa específica reguladora del Mercado de Valores que, en aras de la protección de los intereses de los inversores, impone una serie de requisitos a estos efectos, tales como la comunicación a la CNMV de los proyectos de emisión, publicidad de los mismos, registro del folleto informativo, auditoría de cuentas de los estados financieros del

⁽¹⁰⁷⁾ Cfr. SÁNCHEZ, A., «Acciones preferentes y acciones rescatables: Nueva regulación», en *Temas de actualidad*, núm. 71, 1998, p. 23.

emisor, etc.⁽¹⁰⁸⁾; todo ello en el marco del principio de eficiencia y de protección al inversor. Además, al tratarse de valores esencialmente negociables en un mercado secundario oficial, se facilita enormemente la desinversión.

— La posibilidad, no desdeñable, para los nuevos inversores de suscribir estos valores y, con ello, equiparar su posición jurídica a la de los restantes accionistas mediante el ejercicio del derecho de suscripción preferente de nuevas acciones⁽¹⁰⁹⁾, no necesariamente rescatables, constituye otro aliciente, siempre que no tenga lugar la exclusión de tal derecho.

A pesar de estas consideraciones es lo cierto que, desde un punto de vista práctico, ha sido escasa la circulación en nuestros mercados financieros de valores que reúnan estas características, con lo cual es justo reconocer el plano puramente discursivo de las hipótesis referidas a la función económica de la figura. Incluso, si se contraponen la regulación española sobre la materia con la experiencia y tradición anglosajonas, de donde es originaria la institución, y primordialmente del Derecho del Reino Unido, no debemos concebir expectativas optimistas en extremo sobre el éxito de la emisión de acciones rescatables⁽¹¹⁰⁾.

Aun cuando la emisión de acciones rescatables pudiera implicar, según casos y circunstancias, un fortalecimiento de los recursos propios, cabe esperar que tal operación abrigue otras finalidades distintas como, por ejemplo, la instrumentalización financiera de un plan de opciones sobre acciones de la compañía emisora en los términos previstos en el artículo 219 de la LSC. En este supuesto, la emisión de los valores rescatables serviría para dar cobertura al indicado plan, lo cual se hace con el auxilio y colaboración de una entidad financiera que suscribe la emisión y opera como intermediaria en virtud de un acuerdo previamente formalizado con la emisora. Tal fue el caso, por ejemplo, de la compañía «Indra Sistemas, S.A.», que, dentro del marco previsto en el artículo 130 de la LSA de 1989 y la Disposición Adicional 4.ª de dicha Ley, aumentó su capital social en varias ocasiones merced a la emisión de

⁽¹⁰⁸⁾ Para el caso de una sociedad en pérdidas cuyas acciones cotizen en un mercado secundario oficial de valores *vid.* BERTRÁN MENDIZÁBAL, «Las sociedades en pérdidas: especial referencia a la normativa del Mercado de Valores», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, t. I, homenaje a Evelio Verdura Tuells, Madrid, 1994, pp. 270-273.

⁽¹⁰⁹⁾ Como es sabido, nuestro ordenamiento, a diferencia de otros sistemas como el italiano, guarda silencio sobre la problemática relacionada con el ejercicio del derecho de suscripción preferente cuando se emiten acciones privilegiadas y, *a fortiori*, cuando la acción rescatable contenga algún privilegio. Dado que el derecho de suscripción se estima atribuido sobre la base de la simple condición de socio, con independencia de la clase de acción, la doctrina considera que tal derecho corresponde a todo accionista, sea ordinario o privilegiado; *vid.* por todos SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid, 1990, p. 285.

⁽¹¹⁰⁾ Así, GOWER'S, *Principles...*, cit., p. 375, en donde se especifica que la emisión de acciones rescatables ha sido una facultad poco utilizada, y que cuando se ha hecho uso de ella, normalmente, se ha tratado, además, de acciones privilegiadas. Por su parte, SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad...*, p. 13, nos recuerda que las sociedades financieras que han emitido acciones rescatables en paraísos fiscales los han configurado como «instrumento de deuda a larguísimo plazo», siendo frecuente su emisión a treinta años y sin derecho a plusvalías.

acciones rescatables con el objetivo que venimos comentando. En efecto, la Junta general de esta compañía adoptó un acuerdo el 12 de junio de 2000 para amparar su «plan de opciones 2000», tal y como consta en el folleto informativo verificado e inscrito en el registro de la CNMV con fecha 27 de marzo de 2001. También en virtud de un acuerdo posterior adoptado en su Junta general el 29 de junio de 2002, según refiere el folleto informativo registrado en la CNMV con fecha de 21 febrero de 2003, se procedió a delegar en el Consejo de Administración la facultad de acordar el aumento de capital en los términos previstos en el artículo 153.1.b de la LSA de 1989⁽¹¹¹⁾. A los efectos de hacer posible la intervención de la entidad financiera interpuesta se acordó, igualmente, la exclusión total del derecho de suscripción preferente. De este modo, en las dos emisiones realizadas el derecho de rescate se otorgó exclusivamente a una entidad financiera, «BNP Paribas», que actuó como intermediaria y tenedora de los valores suscritos, ejerciendo la función de administradora de los valores y gestionando la integración diferida en el tiempo de los beneficiarios de las *stock options*. En consecuencia, se pactó la renuncia al derecho de rescate de la intermediaria en función del número de opciones ejercidas por los beneficiarios de la Compañía, que en un primer momento fueron los empleados que cumplieran determinados requisitos y, posteriormente, lo fueron específicamente los administradores, personal de alta dirección y otros directivos, en cada una de las fechas de ejercicio contempladas en el plan de opciones. De este modo, una vez verificado el pago correspondiente al precio de ejercicio de las opciones ejecutadas se procedió a convertir las acciones rescatables en acciones ordinarias, transfiriéndose al beneficiario el número de acciones correspondientes a las opciones. La entidad bancaria «BNP Paribas» suscribió un acuerdo con la emisora por el que se regularon los derechos y obligaciones de las partes en relación a la titularidad por «BNP Paribas» de las acciones rescatables durante el período de vida del plan de opciones. En virtud de dicho acuerdo, entre otros extremos, se comprometió dicha entidad financiera a no ejercer los derechos políticos correspondientes a las acciones rescatables, absteniéndose de asistir a las Juntas generales de accionistas, así como a ceder a la emisora los derechos económicos dentro del flujo de contraprestaciones financieras que las partes habían diseñado. Tal y como se previó inicialmente, hubo que proceder a la posterior reducción del capital social de la compañía, otorgándose (el 29 de agosto de 2007) la correspondiente escritura pública de reducción de capital social adoptado por la Junta general de accionistas de 29 de junio de 2007, aminorando el capital social en la cuantía de 323.981 euros, para la amortización de 323.981 acciones, de un euro de valor nominal, en autocartera de la sociedad, al resultar sobrantes para la cobertura del «Plan de Opciones Mayo 2001» ya finalizado.

Un esquema muy similar, con diferencia de matices, lo encontramos en la emisión de acciones rescatables acordada por la «Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A.», que trae causa de un acuerdo adoptado por la Junta general de accionistas celebrada el 25 de mayo de 2001 con la finalidad de servir de cobertura a

⁽¹¹¹⁾ Los detalles del aumento de capital pueden verse en el Folleto inscrito en el Registro de la CNMV con fecha de 4 de julio de 2003.

un plan de opciones, tal y como se desprende del folleto informativo que consta en el Registro Oficial de la CNMV con fecha 27 de julio de 2001, respecto del cual no es necesario entrar en detalles redundantes.

Este modelo, según se desprende del Registro Oficial de la CNMV, se ha ido repitiendo con más o menos diferencias de matices por algunas otras compañías, como ha sido el caso de «Sogecable, S.A.», que el 26 de abril de 2006 inscribió en el Registro Mercantil de Madrid un aumento de capital por valor de más de tres millones de euros mediante la emisión de un millón quinientas setenta mil quinientas noventa y cuatro acciones rescatables a fin de dar cobertura a los planes de opciones de compra destinados, en definitiva, a los consejeros ejecutivos y directivos de la sociedad, con la colaboración, en esta ocasión, del «Banco Santander Central Hispano, S.A.». Otro tanto ha ocurrido con la emisión de valores rescatables realizada por la entidad «Promotora de Informaciones, S.A.».

Un supuesto muy singular acontecido en nuestra práctica societaria tuvo que ver con la emisión de acciones rescatables lanzada por la compañía «Campofrío Alimentación, S.A.», que permitió instrumentar una compleja reestructuración financiera con la finalidad de lograr la integración de esta última con la entidad «Grupo Navidul, S.A.». La emisión de acciones rescatables tuvo su origen en el correspondiente acuerdo adoptado en Junta general ordinaria. Esta emisión se caracterizó por que las acciones poseían una prima de 4,89 euros, siendo su valor nominal de 1 euro. Quedó suprimido el derecho de suscripción preferente y, como contravalor del aumento de capital, se estableció una aportación no dineraria de 331.937 acciones que representaban el 50,42% del capital social de «Grupo Navidul, S.A.». El 48,58% del capital social restante de la compañía «Grupo Navidul, S.A.» se desembolsó en metálico e implicó para «Campofrío Alimentación, S.A.» el pago de una suma ascendente a 85.103.313 €. En realidad, la emisión en cuestión sirvió para financiar la adquisición de las acciones de la compañía «Grupo Navidul, S.A.». El derecho de rescate quedó vinculado a la evolución de la cotización de las acciones de «Campofrío Alimentación, S.A.» y se estableció que sería ejercitable en el supuesto de que la cotización de dichas acciones por referencia al 31 de diciembre de 2001 (teniendo en cuenta la media ponderada de cotización correspondiente a las treinta sesiones bursátiles anteriores al 31 de diciembre de 2001, o al 30 de junio de 2002 en los supuestos de interrupción de mercado previstos en las condiciones de emisión) fuera inferior al denominado precio base que se determinó en función de considerar un precio de 15,05 euros por acción (15,48 euros en caso de interrupción de mercado) menos los dividendos percibidos hasta la fecha de rescate⁽¹¹²⁾. El día 4 de enero de 2002 se constató que no llegó a producirse en la bolsa ninguna situación extraordinaria durante el último trimestre del año 2001, por lo que se publicó en el BORME el anuncio dirigido a los titulares de acciones rescatables para que ejercieran su derecho de rescate.

(112) Los aspectos concretos de esta emisión pueden consultarse en <<http://www.cnmv.es/FE/FEO3377.PDF>>.

Todas estas emisiones confirman que, en la práctica, las acciones rescatables no han respondido a la idea originaria que sirvió de justificación y argumento al legislador para introducir la figura en nuestro Derecho societario, cuando se aducía que la misma favorecía una financiación eficiente y que comportaba un reforzamiento de los recursos propios, lo que ha tenido una consideración puramente secundaria, puesto que hasta ahora las acciones rescatables se han empleado, básicamente y con la excepción apuntada, como mecanismo adicional de retribución de los empleados, personal de alta dirección e incluso administradores de la sociedad anónima, alejándose, pues, de su prevista finalidad esencial o primaria de financiación.

H) Emisión de acciones rescatables

1. Sociedad anónima cotizada

El régimen legal relativo a la emisión de las acciones rescatables quedó establecido en el artículo 92 *bis* de la LSA de 1989, cuyo contenido ha sido trasvasado literalmente al artículo 500 de la LSC.

El primer dato que debe ser tomado en consideración viene recogido en el primer párrafo del precepto citado, donde se limita la emisión de estos valores a las sociedades anónimas cotizadas. Tal limitación constituye un rara excepción a la libertad de emisión de acciones característica de toda sociedad anónima a salvo, naturalmente, de supuestos muy concretos, como ocurre, por ejemplo, con la legislación específica aplicable a determinadas sociedades⁽¹¹³⁾.

En principio, no se comprende bien la razón de tal limitación. Se ha intentado justificar esta opción del legislador argumentando con base, sobre todo, en que las sociedades cotizadas constituyen, precisamente, un tipo social que necesita una mayor flexibilización e innovación financiera. En efecto, como es sabido, se ha discutido largamente si la sociedad cotizada constituye un tipo social especial, decantándose un significativo sector de la doctrina por considerarla, en todo caso, como un subtipo de la sociedad anónima⁽¹¹⁴⁾. De cualquier modo, parece que está claro que este subtipo se caracteriza básicamente por tratarse de una sociedad anónima abierta, con la consiguiente libertad de acceso a la condición de socio, que puede adquirirse o perderse sin rigideces en un mercado abierto al público en general. Se trata, en definitiva, de una sociedad anónima cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado oficial de valores, con la consiguiente apelación al ahorro público. En consecuencia, gozan de un estatuto particular formado, de un lado, por preceptos contenidos en la propia LSC, que versan fundamentalmente sobre aspectos económicos eminentemente societarios y, de otro, por normas contenidas en la propia LMV que inciden en la regulación de su

(113) Así ocurre, *v. gr.*, con las denominadas sociedades anónimas laborales, cuyas acciones serán necesariamente nominativas por aplicación del artículo 5.1 de la Ley 4/1997, de 24 de marzo.

(114) *Vid.* por todos SÁNCHEZ CALERO, «Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español», *RDBB*, 1991, pp. 909 y ss.

vertiente financiera y que están presididas por el principio de transparencia para asegurar el buen funcionamiento de los mercados y la protección al inversor. Se trataría, pues, de normas que integran el denominado Derecho del mercado de valores⁽¹¹⁵⁾. De hecho, y aunque tenga un mero valor de trabajo prelegislativo, desde un punto de vista sistemático la «Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles» de 16 de mayo de 2002, elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, le dedica a la sociedad cotizada, concretamente, el Libro III, y la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modificó la LMV y la entonces vigente LSA de 1989 para intensificar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, introdujo en la LMV el Título X, pese a lo cual se viene reclamando la elaboración de un verdadero estatuto para la cotizada⁽¹¹⁶⁾, exigencia que no debería afectar a la adecuada ubicación sistemática de la anónima cotizada, que es el propio Derecho de Sociedades Anónimas⁽¹¹⁷⁾.

Bien es cierto, como se ha apuntado en la doctrina⁽¹¹⁸⁾, que en la sociedad cotizada confluyen accionistas con intereses dispares, en virtud de la existencia de una compleja estructura de la propiedad, con la consiguiente presencia de accionistas/empresarios y accionistas/inversores y que, legalmente, gozan de un régimen legal específico que se refleja, sobre todo, en el tratamiento a que están sujetas las acciones, así como la posición jurídica del accionista y la estructura orgánica. Todo lo cual ha abundado en la idea de que la actual regulación de la emisión de acciones rescatables permite un mayor control por los organismos competentes, consiguiéndose así una mayor transparencia⁽¹¹⁹⁾. A pesar de esta reflexión, lo cierto es que el carácter de cotizada se adquiere por el hecho de que las acciones de la anónima se negocian en un mercado secundario oficial de valores o, como se ha apuntado, basta con que las

(115) Cfr. SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Instituciones de Derecho Mercantil*, I, Navarra, pp. 362 y 564. De ahí que, como se recuerda en SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*, Madrid, 1996, p. 51, en la terminología anglosajona se califique a la sociedad cotizada como *public corporation* (en los EE.UU.) y *public limited company* —*listed companies*— (en Inglaterra), en las que más que socios se podría hablar con mayor precisión de inversores que se desentienden de la vida social. Suele originarse así el fenómeno de disociación entre el control y la propiedad de las grandes compañías, como se explica en BERLE y MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York, 1932, pp. 84 y ss.

(116) Así, BROSETA PONT y MARTÍNEZ SANZ, *Manual de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 2009, p. 331.

(117) Vid. CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2006, p. 307.

(118) Así, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, «La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas», AA.VV., *La Sociedad Cotizada*, Madrid, 2006, p. 51, en donde se evidencia el carácter lucrativo especialmente reforzado en la cotizada y sus consecuencias.

(119) Vid. en este sentido SÁNCHEZ CALERO, *La Sociedad Cotizada en Bolsa en la evolución del derecho de sociedades* (Discurso leído el día 26 de marzo de 2001 en el Acto de su recepción como académico de número), Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, p. 139, y MARTÍNEZ MARTÍNEZ, «Derecho de información del accionista e instrumentos y obligaciones de información de la sociedad», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F./FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L./QUIJANO GONZÁLEZ, J./ALONSO UREBA, A./VELASCO SAN PEDRO, L./ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, tomo I, Madrid, 2006, p. 329 y ss.

acciones coticen en alguna de las bolsas de valores para que a la anónima le sea aplicable el régimen sustantivo de las cotizadas⁽¹²⁰⁾, sin olvidar que es posible la existencia de capitales parcialmente admitidos a negociación en bolsa de valores.

Sin embargo, parece ser que son las sociedades anónimas no cotizadas las que, en principio, hubieran podido encontrar en estos valores un mecanismo de financiación compensatorio ágil y útil por lo que, una vez admitidas en nuestro Derecho societario, habría que propugnar su extensión a la anónima no cotizada⁽¹²¹⁾. Las sociedades cotizadas participan en un mercado secundario de valores en el que se cruzan ofertas y demandas sobre activos financieros y se benefician ampliamente de la desinversión o liquidez de los mismos. Resultan favorecidas por la aplicación de principios varios, tales como los de información, transparencia, confidencialidad e innovación en la oferta de productos⁽¹²²⁾. Todo lo cual redundaría en una mejor y más variada financiación. Si a la sociedad anónima no cotizada le está vedado el acceso al mercado secundario oficial, las acciones rescatables facilitarían la liquidez, la inversión de terceros y la captación de recursos⁽¹²³⁾. El derecho comparado ofrece claros ejemplos de esta posibilidad⁽¹²⁴⁾. Por su parte, en el texto contenido en la Propuesta redactada por la «Comisión Especial» no contenía distinción alguna entre sociedades anónimas cotizadas y no cotizadas, según ha quedado expuesto anteriormente. En esta línea se sitúa la Segunda Directiva CEE en materia de Sociedades (art. 39) y fue también la secundada por el Anteproyecto de reforma de 1987, cuyo artículo 47 o. simplemente aludía a que la sociedad podía emitir acciones rescatables, sin más. De otro lado, como se ha puesto de manifiesto en la doctrina, estas acciones no tienen unos destinatarios específicos, por lo que la suscripción o, en su caso, la adquisición derivativa de las mismas estaría abierta a toda clase de accionistas o de terceros no socios⁽¹²⁵⁾.

(120) Así, FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones...*, cit., p. 243.

(121) En contra, GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 6 (aunque en la nota 70 se mantiene una posición distinta).

(122) Cfr. BERCOVITZ, A., «El Derecho...», cit., pp. 102 y ss. 1988.

(123) En este sentido, se apunta en GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones...», cit., p. 4, que tal institución ofrece particular interés en las sociedades de capital-riesgo. En efecto, tales sociedades (reguladas en la Ley 1/1999, de 5 de enero —BOE núm. 5, de 6 de enero—) se configuran como instrumentos para el desarrollo económico de las pequeñas y medianas empresas y son alternativa a la autofinanciación o al recurso al crédito, caracterizándose por una forma de participación temporal en el capital de otras sociedades, a las que proporcionan recursos a medio y largo plazo, sin vocación de permanencia ilimitada (vid. IGLESIAS PRADA, «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», en AA.VV., *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1980, p. 87). Más recientemente se adhiere a este sentir MARTÍN GARCÍA, «Acciones sin voto y acciones rescatables», AA.VV., *La Sociedad Cotizada*, Madrid, 2006, p. 493.

(124) Así, en el Derecho del Reino Unido, no sólo las *public companies*, sino también las *private companies*, pueden emitir esta clase de acciones, porque así lo autorizaba la *Section 171 (1)*, CA 1985 y hoy se reconoce en la *Section 684 CA*. En el Derecho portugués el artículo 345.º del CSC 1986 no impone ninguna limitación al respecto.

(125) Así, ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 31.

Finalmente, si la prerrogativa de emisión de acciones rescatables queda legalmente reservada a las sociedades anónimas cotizadas⁽¹²⁶⁾, como así ha resultado, habrá que colegir, ante el silencio que mantiene la Ley sobre este punto, que tal posibilidad quedará vedada a las sociedades anónimas que se funden *ex novo*. Dicho en otros términos, y sin perjuicio de las consideraciones que se hagan *infra*, sólo por vía de aumento de capital de una sociedad cotizada existente y en funcionamiento es factible la emisión de estas acciones; denegándose su emisión a las sociedades en su momento fundacional. Una vez que los valores de la sociedad, ya constituida, sean admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales, cumpliéndose, entre otros extremos, los requisitos estipulados en el artículo 32 de la LMV, adquirirá el carácter de sociedad cotizada, momento a partir del cual le queda expedita la vía a la creación de acciones rescatables⁽¹²⁷⁾. Tal cuestión, como ya se advirtió, no es planteable en otros ordenamientos de nuestro entorno, dado que la emisión de las acciones rescatables es también una posibilidad reconocida a sociedades cuyas acciones no estén admitidas a negociación oficial.

No ha quedado resuelta legalmente la posibilidad de que las acciones de una sociedad anónima, por cualquier circunstancia, dejen de cotizar en el mercado bursátil, con la consiguiente extinción de su carácter de cotizada, y aún mantenga emisiones de valores rescatables, en cuyo caso parece que podría admitirse como solución más aceptable la de conservar las acciones rescatables⁽¹²⁸⁾ hasta que se cumpla su término

(126) La emisión de acciones rescatables debe sujetarse a las exigencias previstas en la LMV y, especialmente, a las contenidas en su artículo 26.1.a) que, entre otros extremos, establece como requisito previo a la admisión a negociación «la aportación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable», con lo que la observancia de los límites impuestos en la LSC en materia de acciones rescatables teóricamente debería quedar garantizada en cuanto que la CNMV asume una significativa responsabilidad en el ámbito de la protección de los inversores, según se puntualiza en el artículo 13 de la LMV. Si bien el artículo 25 de la LMV no supedita la emisión de valores a una autorización administrativa previa, sí existe un régimen de verificación, pues como reconoce la Sentencia del Tribunal Constitucional núm. 133/1997, de 16 julio, a la CNMV le corresponde simplemente una previa verificación del cumplimiento de los requisitos para que el valor se admita a negociación. El objetivo consiste en lograr la máxima transparencia, difusión y publicidad de las emisiones, en beneficio del correcto funcionamiento del mercado y de la protección de los inversores. La verificación de la CNMV sirve para comprobar si el valor que pretende ser admitido pertenece a una emisión que cumple los requisitos generales de regularidad impuestos por la Ley. Se añade, igualmente, en la referida Sentencia que sólo la CNMV puede efectuar esta verificación capital para la garantía de los inversores y la transparencia del mercado.

(127) En consonancia con tales razonamientos, en ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 32, se predica la nulidad de una emisión de acciones rescatables realizada por una sociedad no cotizada.

(128) Así, SÁNCHEZ CALERO, *La Sociedad Cotizada...*, cit. p. 290. En FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones...*, cit., p. 246, se defiende esta tesis que se sustenta en varios argumentos como, por ejemplo, la existencia de sociedades cuyos valores están admitidos a negociación oficial de modo parcial (p. 244) y la solución que en su momento acogió un sector de la doctrina italiana que abogó por la permanencia de las acciones sin voto en aquel Ordenamiento cuando la sociedad perdía su carácter de cotizada. Que una sociedad deje de cotizar en bolsa es una circunstancia perfectamente

amortizativo, desechando otras opciones defendidas, como el rescate forzoso o la conversión obligatoria en acciones ordinarias o de otra clase, no rescatables, que probablemente plantearían una agresión a los derechos del accionista, a menos que existiera una previsión estatutaria al respecto. Para el caso de que el precio del rescate hubiera estado referido a fórmulas de indexación bursátil y ya no fuere posible tal sistema, precisamente, por haber desaparecido la cotización oficial ni existiera ninguna otra previsión alternativa en el acuerdo de emisión o en los estatutos, el precio podría ser determinado por un auditor de cuentas distinto al de la sociedad, que designe a tal efecto el Registro Mercantil, tal y como se prevé en la propia LSC para otros supuestos⁽¹²⁹⁾.

2. Límite de la emisión

Dispone el artículo 500.1 de la LSC que sólo podrán emitirse acciones rescatables «por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social». Se trata, ciertamente, de un riguroso límite de orden cuantitativo, respecto del cual nada se dice en el precedente legislativo del Anteproyecto de 1987 ni en la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades, y ni tan siquiera en algunos ordenamientos que han regulado la figura, como es el caso del Derecho portugués⁽¹³⁰⁾. En otros supuestos del Derecho comparado se pueden apreciar ciertos límites a la emisión de estos valores, aunque algo más laxos que los contenidos en la norma española. En este sentido, el Derecho del Reino Unido se limita a establecer que no se emitan acciones redimibles si, a su vez, no hay emisión de otras acciones que no tengan esta característica, es decir, el capital de la compañía no puede estar, lógicamente, integrado de manera exclusiva por acciones rescatables⁽¹³¹⁾.

La imposición de un tope legal a la emisión de acciones rescatables, que tampoco aparecía en la Propuesta formulada por la «Comisión Especial», cierra la posibilidad a que el total del capital social de la compañía pudiera estructurarse como un capital llamado a ser redimido en su integridad, con la desaparición de la necesaria presencia de accionistas que soporten el riesgo empresarial. Desde este punto de vista parece que

normal que se justifica en la defensa de su propio interés social, así, por ejemplo, la propia «Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A.», mediante acuerdo adoptado en Junta general Extraordinaria el 12 de enero de 2010 solicitó la exclusión de cotización de sus acciones en las bolsas de Valores de Madrid, Barcelona y Bilbao, cumpliendo con los trámites necesarios previstos en el artículo 35 de la LMV y el artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio; de todo lo cual hay constancia en el Registro de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores de la CNMV.

⁽¹²⁹⁾ En YANES YANES, *Las acciones rescatables...*, cit., p. 120, se sugiere la posibilidad de aplicación del mecanismo previsto en la OPA de exclusión para determinar el precio del rescate, dado que, como es sabido, ello comporta el fin de la negociación oficial de los valores emitidos por la sociedad, aunque tal circunstancia podría implicar, en realidad, un rescate forzoso.

⁽¹³⁰⁾ Cfr. artículo 345.º del CSC.

⁽¹³¹⁾ Cfr. Section 159 (2) de la CA.

no cabe discutir sobre su oportunidad. Este fue, precisamente, un aspecto muy criticado de la regulación contenida en el artículo 47 o. del Anteproyecto de 1987⁽¹³²⁾.

Respecto de la conveniencia, pues, de fijar algún límite a la emisión de estos valores puede afirmarse que ésta resulta incontrovertida, sobre todo desde el punto de vista de la defensa del principio de conservación del capital social⁽¹³³⁾ y, más concretamente, para que la sociedad tenga recursos propios estables en garantía de los acreedores y en cumplimiento de la función productiva de ese capital⁽¹³⁴⁾. Cuestión distinta es si el máximo legal previsto en nuestra norma es o no el idóneo. Para algún sector de la doctrina dicho límite resulta ser bajo en exceso, cercenándose el cumplimiento de la finalidad que está llamada a desempeñar la acción rescatable. Así acontecería, de modo muy particular, en aquellas sociedades concesionarias de obras o servicios públicos con «decreciente necesidad de capital» en las que, a medida que se aproxima el momento de reversión de la concesión, el patrimonio social se incrementa y es más necesario aumentar la cuantía de capital rescatable para facilitar una gradual liquidación de la sociedad⁽¹³⁵⁾. Otro criterio doctrinal ha apuntado el carácter excesivamente riguroso del tope legal, si se tiene en cuenta que una sociedad anónima está facultada para reducir capital o disolverse por simple acuerdo de la Junta general (*ex* artículo 368 LSC), por lo que la reducción del capital social y su consiguiente amortización en proporción superior a su cuarta parte implicaría una modificación de la cifra del capital social fácilmente realizable por cualquier sociedad y sin que tal acontecimiento tuviera carácter extraordinario⁽¹³⁶⁾.

Estos supuestos de reducción de capital social, que pueden obedecer a muy diversas causas y finalidades, más allá de las previstas en la LSC, de los que podría derivar el ejercicio del derecho de separación del socio con la consiguiente reducción del capital, evidencian un grave problema no resuelto en la actual regulación de la figura que la doctrina no ha tardado en denunciar. La laguna legal relativa a la ausencia de

(132) Así, PAZ-ARES, «Negocios...», cit., p. 530, en donde se alega que el capital de una sociedad anónima no podía nutrirse exclusivamente de acciones rescatables.

(133) *Vid.* QUINTANA CARLÓ, «El capital...», cit., p. 113.

(134) En este sentido se ha resaltado por algunos autores que el capital no cumple, exclusivamente, una función de garantía, sino que también ha de servir de fondo patrimonial para el logro de ganancias a través del ejercicio de la actividad empresarial (*vid.* TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padua, 1980, pp. 21 y ss.). De otro lado, se destaca en SÁNCHEZ ANDRÉS, «Aumento...», cit., p. 366, que «por conducto de la doctrina anglo-americana, más sensible siempre a la realidad del tráfico y a la vida de los negocios, todos estos aspectos empiezan a ser debidamente ponderados por los especialistas del Derecho de sociedades, conscientes de que, más allá de las garantías jurídico-formales, sólo la suficiencia y articulación equilibrada de los fondos empleados por la sociedad puede ser capaz de asegurar una estructura financiera para la misma que sea conjuntamente sana y rentable».

(135) Esta tesis puede verse en VICENT CHULIÁ/SALINAS ADELANTADO, «Derecho...», cit., p. 4, para quienes sería suficiente con que el capital no rescatable cubriera el mínimo legal de diez millones de pesetas o el que se establezca para sociedades especiales (nota 37).

(136) Así, GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones...», cit., p. 4.

previsión de los problemas derivados de la alteración de la proporción prevista en el artículo 500 de la LSC, con la consiguiente superación del tope de la cuarta parte del capital social rescatable, ha llevado a la doctrina a sugerir distintas soluciones muy diversas entre sí. Algún sector se decanta, con matices, por la aplicación analógica del esquema legal previsto en las acciones sin derecho a voto⁽¹³⁷⁾. Otros, en cambio, abogan por permitir la superación del límite previsto en la LSC⁽¹³⁸⁾. No parece posible solventar la cuestión planteada mediante el recurso a la aplicación analógica de la regulación prevista para las acciones sin voto ante la parquedad regulatoria de los artículos 500 y 501 de la LSC. Es difícil apreciar la concurrencia de una *eadem ratio decidendi* porque no cabe admitir una igualdad jurídica esencial⁽¹³⁹⁾ entre el supuesto regulado (artículo 100.1 de la LSC) y el caso imprevisto en la regulación de las acciones rescatables. La más reciente jurisprudencia, como se evidencia en la Sentencia del Tribunal Supremo de 30 de mayo de 2007 (RJ 2007/3609), indica que se entiende que existe semejanza cuando en el supuesto de hecho no regulado están los elementos sobre los que descansa la previsión normativa del regulado. No sólo se trata de categorías de acciones distintas⁽¹⁴⁰⁾, sino que, además, la aplicación de tales soluciones no encaja en la regulación vigente. En efecto, la adopción de un acuerdo social de reducción del capital que conlleve la alteración del límite legal de acciones rescatables incidiría en una nulidad de pleno derecho por contravención del artículo 500 de la LSC que, además, por ser norma de carácter imperativo, entraría de lleno en el ámbito de aplicación del artículo 6.3 del Código civil. Dicho acuerdo exigiría, por otra parte, su inscripción en el Registro Mercantil, lo que ciertamente presentaría serias dificultades dado que del cumplimiento del requisito previsto en el artículo 170.6. del RRM, por remisión al artículo 122 del mismo cuerpo legal, se evidenciaría que las acciones rescatables excederían del tope legal autorizado. En este contexto, el principio de legalidad (18.2 del Código de comercio, 6 del RRM y 18 de la Ley Hipotecaria)

(137) Vid. MARTÍN GARCÍA, «Acciones sin voto y acciones rescatables», cit., p. 499. En YANES YANES, *Las acciones rescatables...*, cit., pp. 126 y 128, se aboga por la solución ofrecida para las acciones sin voto.

(138) Así, FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones...*, cit., p. 252.

(139) La analogía de Ley exige interpretar el supuesto no previsto en su facticidad con una exacta delimitación de su contorno como nos señala DE LA VEGA BENAYAS, *Teoría, aplicación y eficacia de las normas del Código civil*, Madrid, 1976, p. 161, además de que concurren los tres clásicos elementos esenciales conocidos, según nos refiere GARCÍA RUBIO, *Comentarios al Código Civil*, AA.VV., Valladolid, 2010, p. 58.

(140) Tradicionalmente el estudio de la acción sin voto respondía a la concepción de una actitud eminentemente pasiva de cierto tipo de inversores, quienes debían ser protegidos en su absentismo, fundamentalmente mediante una retribución segura; así, v. gr., MENÉNDEZ MENÉNDEZ, «Absentismo de los accionistas y desequilibrio de poder en la sociedad anónima», *Estudios homenaje a F. de Castro*, II, Madrid, 1988, pp., 273 y ss. Obsérvese, no obstante, que en la moderna doctrina se le atribuye a la acción sin voto, como característica definidora y peculiar, una función reorganizativa de la estructura de la propiedad empresarial, como se apunta en PAZ-ARES, *¿Dividendos a cuenta de votos?*, Madrid, 1996, p. 14, al margen de la función financiera que, en realidad, es común a cualquier producto financiero, incluidas las acciones ordinarias.

supone que el ámbito de la calificación registral se decide por la Ley y comprende todo lo que determine la validez del negocio objeto de calificación. De este modo, en el procedimiento registral se trata de hacer compatible la efectividad del derecho a la inscripción del título con la necesidad de impedir que los actos que estén viciados accedan al Registro Mercantil, dada la eficacia protectora de éste. La facultad que se atribuye al registrador para calificar esa validez a los efectos de extender o no el asiento registral solicitado por lo que resulte de los documentos presentados, así como de los propios asientos del Registro, implica la comprobación de que, según los indicados medios que puede tomar en cuenta al verificarse la calificación, el contenido del documento no es, de forma patente, como advierte la RDGRN de 20 de julio de 2006, contrario a la Ley imperativa o al orden público, todo lo cual conduciría a la denegación de la inscripción del referido acuerdo social. Incluso, en una hipótesis extrema, la vulneración del límite legal de emisión podría originar una paralización del órgano que incidiría directamente en algunas de las causas de disolución previstas en el artículo 363 LSC. Recuérdese a este respecto que, en materia de acciones sin derecho a voto, la transgresión del límite legal de la mitad del capital social desembolsado se erige en causa expresa de disolución de la sociedad [art. 363.f) LSC] para el caso de que no se restablezca la proporción adecuada en el plazo de dos años, lo que evidencia la gravedad de la situación creada por la infracción de las normas que disciplinan esta institución y la solución legal adoptada para poner término a tan anómala situación. En definitiva, lo que sí parece estar claro es que la adopción de acuerdos sociales de los que se siga una superación del límite legal de emisión de acciones rescatables, tanto sea por reducción del capital como por una operación de aumento con creación de estos valores, supondría, como ya se ha comentado, una contravención de un precepto imperativo de la LSC, y por ende, son susceptibles de ser impugnados por nulidad absoluta, de acuerdo con lo previsto en el artículo 204 de la LSC.

Hay que reconocer que quizás hubiera sido aconsejable ampliar el límite impuesto por el artículo 500 de la LSC, sin llegar a adoptar las soluciones un tanto extremas aportadas por otros ordenamientos de nuestro entorno (según se tuvo ocasión de estudiar) en los que es verosímil la hipótesis de un rescate masivo con la consecuencia de comprometer la estabilidad patrimonial de la sociedad. Sin embargo, es lo cierto que la exacta fijación numérica de un porcentaje que opere como límite conveniente será siempre cuestionable por ser una materia que admite una pluralidad de soluciones en función de las necesidades reales de financiación de la actividad empresarial, del mercado y de una serie de factores de política jurídica, que nos llevarían, según casos y circunstancias, a estimar ese límite como razonable o riguroso.

Importa, más bien, intentar disipar las dudas interpretativas que genera el precepto en torno a lo que debe entenderse por «importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social». Si se pretendiere acoger como cómputo del límite impuesto el del capital desembolsado y no el suscrito, la consecuencia sería fácilmente comprensible: el tope legal podría quedar reducido a proporciones tan excesivamente bajas que podría hablarse, por su insignificancia, de una desvirtuación de la *ratio* económico-financiera de esta clase de valores.

Parece que se ha asentado como criterio unánime en la doctrina entender que el legislador ha querido referirse al capital social suscrito, con el matiz de que sería conveniente entender que el tope de la cuarta parte del capital se refiere al social suscrito de modo completo, independientemente de los casos de admisión parcial del capital a negociación en un mercado secundario oficial. De haberse deseado la solución contraria, esto es, que el límite legal operara con referencia al capital social desembolsado, el legislador lo habría expresado así abiertamente, tal y como sucede, por ejemplo, con la emisión de acciones sin derecho a voto. En este ámbito se especifica que la emisión de tales acciones no puede superar la cifra de la mitad del capital social desembolsado (artículo 98 LSC). Igual ocurre en materia de emisión de obligaciones con el artículo 405 de la LSC, en donde el legislador especifica literalmente que el límite opera respecto del capital social desembolsado (más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda), sin perjuicio de la salvedad admitida en el artículo 510 LSC.

A este último argumento se trae a colación en la doctrina⁽¹⁴¹⁾ otro más, según el cual la propia LSC, en su artículo 299, prohíbe los aumentos de capital con aportaciones dinerarias, mientras haya dividendos pasivos pendientes de acciones anteriores, salvo las excepciones contempladas en el propio precepto. Esta previsión legal cierra el paso a toda posible duda al respecto, ya que no sería legalmente viable emitir acciones rescatables, y por tanto aumentar capital, si las acciones previamente existentes, cualquiera que fuera su clase, tuvieran desembolsos pendientes. Dicho en otros términos, la exigencia legal del desembolso prácticamente total de las acciones anteriormente emitidas como requisito previo para proceder a una nueva emisión (en este caso de valores rescatables) implica que no tenga mucho sentido distinguir entre ambos conceptos, ya que no puede establecerse una distinción entre el capital social suscrito y el desembolsado, porque ambos han de coincidir, con la excepción del tres por ciento permitida en el número 2 del artículo 299 de la LSC o la relativa a las sociedades de seguros.

Este razonamiento, que encuentra su apoyo en el artículo 299 de la LSC, no queda, sin embargo, totalmente exento de fisuras. Como es sabido, el artículo 300 del referido cuerpo legal no exige para el aumento de capital mediante aportaciones *in natura* la liberación íntegra de las acciones anteriores. Con base en tal licencia pudiera admitirse, a efectos dialécticos, una emisión de acciones rescatables, con un contravalor consistente en aportaciones no dinerarias, verificándose el consiguiente aumento de capital, pese a la existencia de dividendos pasivos pendientes. De hecho, el artículo 500 de la LSC no prohíbe expresamente las aportaciones no dinerarias cuando se emitan tales acciones, aunque se exige, como veremos, el íntegro desembolso, con lo que queda excluido el plazo de cinco años previsto en el artículo 80.2 de la LSC. Sin embargo, se ha apuntado que tal posibilidad no se compadece bien con la teórica función económica de la figura, puesto que las cautelas y rigurosidad impuestas por el

(141) Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad...*, cit., p. 6.

artículo 300 de la LSC no encajan adecuadamente con la idea de captación de recursos de una masa anónima de inversores⁽¹⁴²⁾.

Resuelta la cuestión relativa a la exégesis de la expresión capital social en el sentido de que debe ser entendida como referida al capital social suscrito, parece, asimismo, aconsejable convenir que el límite del veinticinco por ciento del capital en la emisión de acciones rescatables actúe con carácter total y no parcial. Es decir, no respecto de la última emisión realizada, sino que de modo global extienda su eficacia a la suma de todas las posibles emisiones de acciones rescatables. Otra interpretación distinta al respecto que permitiera un cómputo individualizado del límite legal contabilizado específicamente para cada emisión aislada, probablemente, supondría, como fácilmente puede colegirse, eludir el tope legal de la cuarta parte del capital social, con lo que, hipotéticamente, en un momento dado, las sucesivas emisiones de esta categoría de acciones superarían la cuarta parte del capital social total suscrito, con las consecuencias indeseables de todo orden que ello generaría⁽¹⁴³⁾.

En cuanto al reflejo contable de la emisión, antes de la aprobación del nuevo PGC, y de acuerdo con el ya derogado artículo 173 de la LSA de 1989, una vez emitidas y suscritas las acciones rescatables, el asiento contable exigía la creación de una subcuenta dentro de la partida número 100 (capital social) prevista en el antiguo PGC (RD 1643/90, de 20 de diciembre)⁽¹⁴⁴⁾. Sin embargo, tras la reforma operada, el reflejo contable de la emisión hace preciso tener presente que el procedimiento será distinto en función de las características concretas de las acciones que se emitan, ya que podrán considerarse como instrumentos de patrimonio o como pasivos financieros⁽¹⁴⁵⁾ en función de si la iniciativa del rescate recae sobre el emisor, sobre el inversor o corresponde a ambos.

(142) En este sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad...*, cit., p. 7, advierte que la aportación no dineraria no es adecuada a la función económica de la figura, sobre todo cuando se produzca el rescate como consecuencia de una modificación a la baja de los tipos de interés en el mercado para lograr, así, una financiación más barata.

(143) En SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad...*, cit., p. 8, se deja bien claro que la Ley no prohíbe una interpretación contraria a la que proponemos, aunque alerta sobre los peligros que encierra una solución distinta, sobre todo en relación con la inexistencia de capital propio en sentido estricto, perjudicial para la sociedad y para los acreedores. El problema concreto referido a cómo ha de hacerse el cómputo del límite legal cuando se trate de sociedades parcialmente cotizadas se resuelve en GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 6, tomando como criterio analógico el empleado en materia de autocarera de sociedades parcialmente cotizadas; de este modo «la limitación señalada debería tomar como base de cálculo la suma del nominal de aquellas acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial, excluyendo de dicho cálculo aquellas otras que no estuvieran admitidas a cotización».

(144) Cfr. DE LA VEGA JIMÉNEZ/MONGE LOZANO/DOMÍNGUEZ CASADO, «Acciones rescatables...», cit., p. 56.

(145) Véase el punto 3 de la Norma 9 de la Segunda Parte del PGC (Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre) sobre Normas de Registro y Valoración: «Los instrumentos financieros emitidos, incurridos o asumidos se clasificarán como pasivos financieros, en su totalidad o en una de sus partes, siempre que de acuerdo con su realidad económica supongan para la empresa una obligación contractual, directa o indirecta, de entregar efectivo u otro activo financiero, o de intercambiar activos o pasivos

Si el rescate recae sobre la emisora, el registro contable se realizará mediante la creación de una subcuenta dentro de la partida número 100 (capital social) del Grupo 1-Financiación Básica⁽¹⁴⁶⁾ prevista en el nuevo Plan General de Contabilidad. Dado que las subcuentas se siguen refiriendo respectivamente al capital ordinario, privilegiado, sin derecho a voto y con derechos restringidos, sería conveniente crear una nueva subcuenta referida al capital rescatable con un desglose específico en que se concretara el contenido de dichas acciones.

Como ya se ha señalado, si el rescate lo es a voluntad del inversor las acciones rescatables contablemente se conceptúan como pasivo financiero. En el momento de la emisión de las acciones rescatables debe crearse la partida número 195 (Acciones o participaciones emitidas consideradas como pasivos financieros) que se carga con abono a la partida número 199 (Acciones o participaciones consideradas como pasivos financieros pendientes de inscripción) por el valor de la emisión (valor nominal más primas de emisión). En la suscripción se abona la partida número 199 con cargo a una nueva partida con el número 197 (Suscriptores de acciones consideradas pasivos financieros). Durante el desembolso esta última partida se va abonando con cargo a la cuenta número 57 (tesorería) por los importes obtenidos en la emisión. En el momento en que se verifique la inscripción del aumento de capital en el Registro Mercantil se crea la partida número 150 (Acciones o participaciones a largo plazo consideradas como pasivos financieros) con abono a la partida 199, quedando saldada esta última.

3. Las acciones rescatables y el desembolso

El artículo 500.2 LSC exige que las acciones rescatables «deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción». La regla de la total liberación *ab initio*, en realidad, no es nueva. Su precedente inmediato se encuentra en el artículo 47 o. 1. del Anteproyecto de 1987. Con todo, el legislador español ha incorporado un criterio más restrictivo que el contenido en la Segunda Directiva CEE, cuyo artículo 39 b) dispone, simplemente, que las acciones se liberen íntegramente, sin precisar el momento concreto, con lo cual, teóricamente, se otorgaría plazo hasta el momento mismo del rescate. Se trataría de una pauta más amplia y flexible para el inversor que contribuye positivamente a favorecer la colocación de la emisión al no constreñirle a un desembolso inmediato⁽¹⁴⁷⁾.

financieros con terceros en condiciones potencialmente desfavorables, tal como un instrumento financiero que prevea su recompra obligatoria por parte del emisor, o que otorgue al tenedor el derecho a exigir al emisor su rescate en una fecha y por un importe determinado o determinable, o a recibir una remuneración predeterminada siempre que haya beneficios distribuibles. En particular, determinadas acciones rescatables y acciones o participaciones sin voto».

⁽¹⁴⁶⁾ Debe matizarse que comprende el patrimonio neto y la financiación ajena a largo plazo de la empresa, destinados, en general, a financiar el activo no corriente y a cubrir un margen razonable del corriente; se incluyen también situaciones transitorias de financiación.

⁽¹⁴⁷⁾ En este sentido la *Section 686 (1) CA* sigue la línea de la Segunda Directiva CEE al establecer que las acciones redimibles *may not be redeemed unless they are fully paid*. El artículo 245.º 3 del CSC portugués de 1986 acoge igual criterio.

Sin embargo, la solución acogida en su momento por la LSA de 1989, mantenida hoy en la LSC, pese a no ser la sugerida por la Propuesta redactada por la «Comisión Especial», puede ser calificada como muy conveniente⁽¹⁴⁸⁾, acogiéndose aquí un criterio distinto al establecido en el artículo 345.3 del CSC, que sólo exige el desembolso íntegro, simplemente, antes del rescate o del establecido en la regulación británica en la que, como se tuvo ocasión de exponer, el total desembolso y el rescate son operaciones simultáneas. En efecto, la reforma española dota a la norma de un mayor grado de certeza y seguridad, ya que se cierra el paso a posibles condonaciones de dividendos pasivos de los titulares de acciones rescatables que no hubieren efectuado el íntegro desembolso correspondiente o compensaciones respecto de ellos. De lo contrario, si se admitieran los dividendos pasivos por emisión de acciones rescatables quedaría abierta la puerta a posibles problemas de morosidad del socio, con lo que se vería dificultada la operación de rescate, sobre todo cuando el ejercicio de la misma dependiere de la exclusiva voluntad de la emisora.

4. Autorización estatutaria

La recuperación o rescate de acciones rescatables, así como sus condiciones y modalidades, deben estar autorizadas y fijadas expresamente en los estatutos o en la escritura de constitución de la sociedad, según establecen los apartados a) y c) del artículo 39 de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades. Se trata, en los términos de la propia Directiva, de un requisito mínimo de inexcusable observancia por parte de aquellos estados que, como el nuestro, hayan optado por la incorporación de la figura a su respectiva legislación. En el Derecho comparado hay supuestos de ordenamientos situados claramente en la línea de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades⁽¹⁴⁹⁾.

Ahora bien, el inciso final del artículo 500 LSC reza: «En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate». Es evidente que la LSA de 1989 en esta materia se desvió de las exigencias recogidas en la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades e, incluso, se ha apartado del propio precedente sentado por el Anteproyecto de 1987⁽¹⁵⁰⁾.

(148) Una posición doctrinal contraria a tales planteamientos puede verse en VICENT CHULIÀ/SALINAS ADELANTADO, «Derecho...», cit., p. 5, por entender que la exigencia del desembolso íntegro «choca con la voluntad de flexibilización del Derecho de sociedades anónimas y, en especial, de las cotizadas», y con argumentos distintos también se critica la exigencia del desembolso en el momento de la suscripción en FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones...*, cit., p. 248.

(149) *Vid.* artículo 345.º 1 CSC 1986. Por su parte, la reciente reforma de la CA, tal como se expuso en la primera parte de este trabajo, ha evolucionado en el sentido de seguir manteniendo la autorización estatutaria, pero otorgando una mayor autonomía a los órganos sociales.

(150) El artículo 47 o.2. del referido Anteproyecto decía literalmente: «Tanto en los estatutos primitivos como en sus ulteriores modificaciones, podrá acordarse la emisión de acciones rescatables fijando el plazo, precio y condiciones en que la sociedad habrá de amortizarlas».

La cuestión, concisamente planteada, estriba en determinar si la regulación acogida en la norma española, que sólo exige el simple acuerdo de emisión por el que se fijan las condiciones del rescate, es suficiente por sí misma o habrá que proceder a la inclusión de un pacto estatutario.

La doctrina no se ha expresado de manera pacífica sobre este punto. Para unos, la regulación contenida en la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades sobre este particular tiene como única finalidad evitar la emisión de acciones ordinarias que luego puedan ser rescatadas por la sociedad. Tal finalidad —se afirma— queda ya plenamente cumplida desde el momento en que en los estatutos se detallan la clase y serie de acciones en que se divide el capital social y los eventuales privilegios de cada categoría de acciones⁽¹⁵¹⁾. De otro lado, también se manifiesta que la adopción del acuerdo de emisión implica una constancia estatutaria de todos los datos relativos a la emisión, con lo que igualmente queda cumplida la finalidad de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades⁽¹⁵²⁾.

Para otros, el «olvido» del legislador español es patente, puesto que la LSC no exige que los estatutos se pronuncien sobre el rescate ni sobre las condiciones y modalidades en que éste ha de producirse⁽¹⁵³⁾. Ante todo lo cual, siguiendo los criterios marcados por la Jurisprudencia del Tribunal de las Comunidades Europeas, habrá que completar el artículo 500 LSC, en el sentido de incluir los requisitos impuestos por la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades⁽¹⁵⁴⁾.

Lo que está claro es que la regulación española de las acciones rescatables no respeta lo previsto en la propia Directiva⁽¹⁵⁵⁾. Parece, pues, que esta segunda corriente doctrinal es más conforme con el sentido y literalidad de la Directiva, por lo que habría de considerarse necesario que los estatutos se pronunciaran previamente sobre la posi-

(151) En defensa de la posibilidad de emisión de acciones rescatables sin necesidad de pacto previo estatutario se pronuncia FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones...*, cit., p. 237, quien argumenta que en nuestro ordenamiento rige el principio según el cual la sociedad puede emitir acciones de diferentes clases sin necesidad de que exista una autorización previa en estatutos.

(152) En este sentido, ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 33, aunque más adelante en la p. 37 se afirma que «todos los elementos están fijados de antemano en los estatutos (momento, importe y demás condiciones del acuerdo de reducción)».

(153) Hubiera sido preferible que la LSA de 1989, y hoy la LSC, estableciera los puntos específicos que en materia de emisión de acciones rescatables tendrían que desarrollarse en los estatutos, a modo de bases predeterminadas estatutariamente (*vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad...*, cit., p. 34).

(154) Así, GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 7. En este sentido se afirma en *idem*, «La eficacia jurídica del Derecho comunitario de sociedades no desarrollado en la legislación interna», *ADC*, t. XLV, f. I, 1992, p. 372, que el justiciable dispone de una doble vía para solicitar de su jurisdicción nacional la aplicación de la norma interna de trasposición de una Directiva: «podrá alegar, ante la incorrección de la norma interna de trasposición, su propio defecto y requerir el “efecto directo”, si es posible, de tal Directiva [...] también podrá solicitar al Juez nacional que éste, de conformidad con la jurisprudencia del TJCE, realice una interpretación de la legislación interna de desarrollo conforme “a la luz de la letra y finalidad de la Directiva”».

(155) En este sentido, SÁNCHEZ CALERO, *Instituciones*, I, cit., p. 328.

bilidad de emitir acciones rescatables, así como sobre las condiciones y modalidades del rescate, al modo en que suele acontecer en las legislaciones societarias de los EE.UU. Así se observó, como sabemos, en el Anteproyecto de 1987, que no se apartó en este punto un ápice de la norma comunitaria. Debe tenerse en cuenta a este respecto que el propio tenor literal de la norma comunitaria advierte (párrafo primero del artículo 39) que se «exigirá para el rescate como mínimo que se respeten las condiciones siguientes». Entre tales condiciones se mencionan expresamente las que venimos comentando. Además, en dicha Directiva se dice que «los estatutos deben permitir a todo interesado conocer las características esenciales de la sociedad y particularmente la determinación exacta de su capital» (cdo. 4.^o). De este modo, si la estructura del capital de la compañía queda reflejada en los estatutos sociales, se cumplirá así con el mandato de la norma comunitaria, máxime en una cuestión tan relevante como la relativa a la cuantía y particularidades relacionadas con el capital rescatable de la sociedad, en coherencia todo ello con la función de garantía tradicionalmente asignada al capital social⁽¹⁵⁶⁾, que afecta significativamente a terceros y acreedores.

Como consecuencia de tales consideraciones y al amparo de la regla *in claris non fit interpretatio* parece colegirse que los estatutos deberían expresar con carácter previo si autorizan la emisión de acciones con el carácter de rescatables, así como las condiciones y modalidades en que, en su caso, se verificaría el rescate, esto es, una suerte de predeterminación estatutaria de las bases del rescate con anterioridad a la emisión de tales valores y no, simplemente, de la suscripción de los mismos. Para el caso de que se hiciera uso de esta facultad prevista inicialmente, los valores emitidos deberán verse reflejados estatutariamente en los términos exigidos por los artículos 23.d) de la LSC y 122 del RRM, así como, en su caso, el artículo 94 de la LSC⁽¹⁵⁷⁾.

Al margen de las especificaciones contenidas en su día en la LSA de 1989, reproducidas hoy en la LSC, sobre emisión de acciones rescatables, de necesaria y estricta observancia en la norma estatutaria, habrá que determinar igualmente las restantes condiciones exactas en que se materializará el rescate. Tales datos concretos, cuyo contenido definitivo depende de la autonomía de la voluntad, tendrían que hacer referencia a extremos tales como:

Modalidad del rescate, esto es, si se realiza a instancias de la sociedad, de los socios o de ambos;

Precio del rescate;

Abono eventual de una prima de rescate;

Momento o plazo de ejercicio de este derecho;

⁽¹⁵⁶⁾ Vid. MASSAGUER, «El capital nominal», *RGD*, julio-agosto, 1990, pp. 5.549-5.551.

⁽¹⁵⁷⁾ Vid. ALONSO ESPINOSA, «Configuración estatutaria de las acciones [en torno a los artículos 9.g) y k) de la LSA y 122-123 del RRM]», *RGD*, julio-agosto, 1990, pp. 5.527 y 5.528. Es indudable que, como se comenta en SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad...*, cit., p. 34, lo deseable hubiera sido que en la Ley española se especificaran los puntos concretos que «en materia de régimen de acciones rescatables deben constar necesariamente en los estatutos».

Posibles rescates escalonados, por tramos o parciales⁽¹⁵⁸⁾;

Procedimiento de ejecución del rescate, con la regulación de extremos tales como la forma y tiempo de la comunicación⁽¹⁵⁹⁾, la presentación de las acciones rescatadas, lugar de cobro del reembolso, o cualquier otra circunstancia al modo previsto, *v. gr.*, en la LSC respecto del reembolso y rescate de las obligaciones⁽¹⁶⁰⁾;

Sanciones para el caso de incumplimiento de la obligación de rescatar, así como todas aquellas condiciones y modalidades —en la terminología de la propia Directiva CEE— que sean propias de esta categoría de acciones.

De entre los extremos citados merece especial atención el precio del rescate. Ante todo debe manifestarse la extrañeza que produce el silencio que guarda la Ley sobre una cuestión tan relevante. Evidentemente, lo normal es que dicho precio se fije en relación al valor nominal de la acción⁽¹⁶¹⁾, a menos que se otorgue la concesión de una prima de rescate referida a una suma porcentual del valor nominal. Esta es la pauta seguida en algunas leyes societarias extranjeras como el CSC portugués, cuyo artículo 345.º 4 así lo especifica. No está claro si puede dejarse la determinación del precio a un criterio objetivo ulterior en aplicación de la doctrina del precio cierto (artículos 1.447 y 1.448 del Código civil), tal como ocurre con la cotización bursátil en un período anterior al rescate, aunque no hay duda de que no puede quedar su determinación al arbitrio de ninguna de las partes (artículos 1.256 y 1.449 del Código civil). Hubiera sido deseable la concreción de la LSA de 1989 y, por ende de la LSC, en esta materia

(158) La posibilidad del rescate parcial no puede ser rechazada, aunque a nadie se esconde que entraña algunos peligros si no se establecen criterios objetivos como, por ejemplo, el mecanismo del sorteo, porque se puede atentar contra el principio de paridad de trato de la categoría, en el sentido indicado *supra*. En tales casos, y en orden a evitar el perjuicio de los derechos, entraría en juego el sistema de votación separada propio de las clases de acciones para que por acuerdo mayoritario se admitiere o rechazare el criterio adoptado para el rescate, aunque el rescate parcial tuviera su origen en una estipulación estatutaria fijada por socios fundadores. Con todo, se plantearía una colisión entre el principio de paridad de trato y el de autonomía de la voluntad previsto en los artículos 28 LSC y 114.2 del RRM (*vid.* sobre estas cuestiones DUQUE DOMÍNGUEZ, «Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas», en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas*, I, Madrid, 1991, pp. 68 y 69, y también GARRIDO PALMA, «Autonomía de la voluntad y principios configuradores. Su problemática en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada», en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, II, Madrid, 1996, p. 1.875).

(159) Una pauta orientativa, *mutatis mutandis*, acerca del modo en que pudieron haberse regulado ciertos extremos en punto a la forma y tiempo de comunicación del rescate, puede verse en el número 2 del artículo 339 LSC, en materia de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias.

(160) Pueden verse como referencia a este respecto las amplias facultades que la *Section 685 CA 2006* otorga a los administradores de la sociedad.

(161) En el caso de la compañía «Indra Sistemas, S.A.» el precio del rescate coincidió con el tipo de emisión, esto es, 7,2 €, según se desprende del Folleto inscrito en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha de 4 de julio de 2003.

en línea, *v. gr.*, con lo regulado en el Derecho del Reino Unido⁽¹⁶²⁾. De todos modos, en la fijación del precio incidirá notablemente el contenido de derechos de la acción, según se trate de simples acciones ordinarias rescatables o de acciones privilegiadas que lleven anudada una cláusula de rescate. En estas últimas, posiblemente y dado que gozan de privilegios económicos, el precio del rescate irá referido a su valor nominal, en tanto que en las primeras al precio estipulado podría sumarse un premio de rescate, a modo de incentivo.

La solución propuesta en punto a la predeterminación o previa habilitación estatutaria de unas bases del rescate podría ser calificada como muy rigurosa e, incluso, inadecuada para una sociedad que posiblemente desconozca con la suficiente anticipación si va a emitir acciones de esta naturaleza y los términos que han de presidir la creación de las mismas. Resulta evidente que el simple acuerdo de emisión de acciones rescatables adoptado, *v. gr.*, por el órgano de administración cuando se estimare conveniente y en las condiciones que se consideren oportunas constituye un método de actuación mucho más ágil y, posiblemente, más apegado a las cambiantes circunstancias económico-financieras en que se desenvuelve la vida de la sociedad. Sin embargo, no debemos olvidar, como se indicó *supra*, que la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades, que no distingue —como sería deseable— entre los conceptos de autorización previa estatutaria y condiciones y modalidades del rescate, es en este ámbito tributaria del Derecho societario del Reino Unido, y que las influencias fueron claras al respecto. No en vano en el sistema del Reino Unido, del que ya nos ocupamos en páginas anteriores (en el epígrafe relativo a la emisión y condiciones del rescate), se especificaba con claridad que la sociedad podía emitir estas acciones si así estaba autorizada⁽¹⁶³⁾ por sus *articles*, y todos los términos y condiciones de la redención debían igualmente figurar prefijados en los estatutos⁽¹⁶⁴⁾.

5. *El acuerdo de emisión*

El acuerdo de emisión de acciones rescatables es, en esencia, un acuerdo de aumento de capital social cuya modalidad, de conformidad con la distinción acogida en el artículo 295.1 LSC, responde a la emisión de nuevas acciones. De este modo, deberá ser adoptado con sujeción a las normas reguladoras de esta materia, lo cual implica, entre otros extremos, que habrá de respetarse el derecho de los antiguos socios y titulares de obligaciones convertibles a ejercer el derecho de suscripción preferente de las nuevas acciones que se emitan, reserva hecha, naturalmente, de la

(162) En este Derecho se exigía que el importe del rescate estuviera perfectamente especificado en los estatutos o que, al menos, las bases para su determinación estuvieran previstas en los referidos estatutos, negándose expresamente que el precio pueda quedar al arbitrio de un tercero [*vid. Section 159A (4) CA 1985*], si bien la reforma de 2006 permite un mayor número de facultades al órgano de administración, como ya se ha comentado.

(163) *Vid.*, tras la reforma, la *Section 684 CA 2006*.

(164) La *Section 159 A CA 1985*, antes de su reforma, tenía como epígrafe, precisamente, *Terms and manner of redemption*.

exclusión de este derecho en los términos legalmente previstos. Igualmente, son de necesaria observancia las normas sobre protección de los derechos de las diferentes categorías de acciones, si tales derechos resultaren perjudicados y si, obviamente, existieren esas clases de acciones, cualquiera que fuera su naturaleza, incluidas las acciones rescatables de existencia previa⁽¹⁶⁵⁾. Cuestión capital en esta materia es determinar cuál es el órgano competente para adoptar estos acuerdos. No se trata de un asunto pacífico en la doctrina, ya que ésta se ha pronunciado al respecto de manera muy dispar.

En efecto, pese a que la emisión de acciones rescatables requiere, junto con la adopción del acuerdo de aumento, otro correlativo de reducción de capital a fin de hacer posible la ulterior amortización de las acciones que se rescaten, para un sector doctrinal es perfectamente factible que el acuerdo de emisión de acciones rescatables pueda ser adoptado, no sólo por la Junta general, sino también por el órgano de administración a través de la figura de la delegación del aumento prevista en el artículo 297 LSC⁽¹⁶⁶⁾. Se parte de la consideración básica según la cual el acuerdo de reducción está implícito en el de delegación del aumento para emitir acciones rescatables. Esta tesis se apoya, sucintamente, en las siguientes argumentaciones:

— Si no se disocian los elementos que integran esta operación puede observarse que la delegación en el órgano de administración de la facultad de emitir acciones rescatables no equivale a una habilitación para acordar una reducción de capital, sino que se trata de una autorización para aumentarlo con carácter temporal y no indefinido.

— Si los administradores pueden ejercitar la autorización otorgada por la Junta general para aumentar capital no se entiende por qué razón, por aplicación del principio *a maiori ad minus*, no se puede utilizar la delegación para una ampliación temporal mediante el uso de acciones rescatables.

— Dado que la reducción de capital está preordenada al rescate de unas acciones de nueva emisión, no existe ningún riesgo de que el grado de participación social de los distintos socios pueda verse afectado.

Frente a esta opinión doctrinal se alza aquella otra, a la que nos adherimos en gran medida y salvo matices, que defiende la competencia exclusiva de la Junta general para aprobar simultáneamente el aumento y la reducción de capital⁽¹⁶⁷⁾. En efecto, resulta inconcuso que a la Junta General le compete la facultad de acordar, en general,

(165) No está claro, sin embargo, si el derecho a la votación en Junta especial o a la votación separada de una clase de acciones ha de materializarse, en su caso, en el momento en que se acuerde la emisión de acciones rescatables o con anterioridad, cuando se modifiquen los estatutos para autorizar la emisión de acciones redimibles.

(166) *Cfr.* GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones...», cit., p. 4.

(167) Así, ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 34, y GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 6.

aumentos de capital⁽¹⁶⁸⁾ (artículo 296 LSC) y, en particular, los aumentos que comporten emisión de acciones rescatables a que se refiere el artículo 500 LSC. También se permite en nuestra LSC, como es sabido, no sólo la mera delegación de facultades de complementación del acuerdo de aumento, sino (como asignación de competencia específica⁽¹⁶⁹⁾) el sistema de «capital autorizado», a fin de que el órgano de administración pueda acordar en una o varias veces el aumento hasta una cifra determinada en la oportunidad y en la cuantía que éste decida sin consulta previa a la Junta general⁽¹⁷⁰⁾. Sin embargo, la emisión de acciones rescatables no requiere o no se basta exclusivamente de un acuerdo de aumento de la cifra de capital, sino que también necesita del correspondiente acuerdo de reducción de capital, que tiene un doble objetivo: facultar al órgano de administración para ejecutar el rescate y servir de presupuesto previo para realizar la oportuna amortización de las acciones rescatadas. La adopción de esta clase de acuerdos de reducción es de competencia exclusiva y excluyente de la Junta general, sin que quepa la delegación de esta facultad en el órgano de administración, pues no existe en esta materia una disposición paralela a la consignada en el artículo 297 LSC respecto al aumento⁽¹⁷¹⁾. Por tanto, como se ha apuntado en la doctrina y como tendremos ocasión de tratar con posterioridad, la redención de las acciones rescatables con cargo a medios libres o con el producto obtenido como consecuencia de una nueva emisión exige el previo acuerdo de reducción de capital adoptado en Junta general⁽¹⁷²⁾. Tal acuerdo, por constituir modificación estatutaria, ha de ser adoptado exclusivamente en Junta general, en cumplimiento del artículo 285 LSC y del artículo 30 de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades⁽¹⁷³⁾.

(168) Cfr. DE LA CÁMARA, *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*, Madrid, 1996, p. 471.

(169) Así, GIRÓN, *Derecho...*, cit., p. 498.

(170) Vid. artículo 297.1.b) LSC. Esta institución, como se sabe, no tiene nada que ver con el *authorized capital* del derecho anglosajón, sino con el sistema del derecho alemán y sólo coincide con el derecho anglosajón en la equivalencia del término (vid. ARROYO, «El capital...», cit., p. 651). La institución del «capital autorizado» procede de su homóloga alemana, que ha pasado desde ese Derecho a la Segunda Directiva 77/91/CEE. En este sentido, la Ley alemana de 1956, parágrafos 202 y ss., introdujo la figura según la cual se faculta al órgano de administración, bien en los estatutos originales, bien a través de una modificación de los mismos, a aumentar el capital en la cuantía determinada, y durante un período máximo de cinco años, mediante la emisión de acciones contra aportaciones (vid. ARROYO, «El capital...», cit., pp. 654 y 655). El fundamento de esta institución es el de procurar a los administradores un amplio grado de flexibilidad para aumentar capital, dado que ellos conocen mejor que nadie las necesidades financieras de la entidad, así como cuál ha de ser la situación óptima del mercado para colocar una nueva emisión de valores (cfr. ROCA FERNÁNDEZ, «La delegación en los administradores del aumento de capital», *RdS*, 1996, núm. 4, p. 121). En FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, «El capital autorizado», en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas*, III, v. 1, Madrid, 1994, p. 200, se matiza que también supone una respuesta a la imposibilidad en muchos casos de satisfacer la exigencia legal de determinar con exactitud la cifra de capital requerida por el objeto social.

(171) Vid. PÉREZ DE LA CRUZ (con la colaboración de AURIOLES MARTÍN), «La reducción...», cit., p. 68.

(172) Vid. GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 6.

(173) Así, PAZ-ARES, «Negocios...», cit., p. 531.

El núcleo básico competencial del régimen de las rescatables pertenece exclusivamente a la Junta general, y dicho núcleo debe ser, pues, indelegable. Desde un punto de vista práctico, la economía de costes y tiempo son factores que, tal vez, hacen aconsejable la adopción simultánea por la Junta general de ambas clases de acuerdo: aumento y reducción. Ello no obstante, nada impide que el acuerdo de reducción se adopte con posterioridad al de aumento de capital. En este sentido, si los acuerdos no son simultáneos sino sucesivos, también parece admisible la posibilidad de utilizar el expediente del «capital autorizado» para emitir acciones rescatables⁽¹⁷⁴⁾, siempre que el acuerdo de delegación de la Junta general autorice expresamente la creación de tales acciones según las bases que, teóricamente, deberían estar predeterminadas estatutariamente, reservándose, desde luego, el órgano máximo deliberante la prerrogativa de reducir capital⁽¹⁷⁵⁾.

6. *La operación de rescate*

a) *Planteamiento*

La operación de rescate está integrada por todas aquellas actuaciones de la emisora conducentes a la recuperación de las acciones emitidas por la sociedad con la condición de rescatables a fin de proceder a su amortización. Tal operación deberá realizarse con arreglo a las condiciones y modalidades que, según entendemos, deben estar fijadas previamente en los estatutos, en virtud de las argumentaciones señaladas anteriormente. En consecuencia, el acuerdo de emisión a que se refiere el artículo 500.1 LSC debería circunscribirse a desarrollar o complementar las bases estatutarias en esta materia, sin alteraciones esenciales del esquema preestablecido⁽¹⁷⁶⁾. De este modo, los inversores potenciales conocerían anticipadamente las premisas de la amortización de

(174) A este respecto conviene observar que entre los límites a la delegación que se establecen en el artículo 297.1.b) de la LSC no se encuentra ninguno que haga referencia a que las acciones emitidas tengan que ser ordinarias como sucedía con el artículo 96 del derogado texto legal de 1951 —y establecía el Anteproyecto de Reforma de 1987 en su artículo 94, inciso final—, que seguía en este punto la legislación italiana (*vid.* GIRÓN, «Derecho...», cit., p. 499), con lo cual pueden emitirse toda clase de acciones y, entre ellas, las rescatables, robusteciéndose la institución del «capital autorizado» en su carácter de instrumento financiero de capitalización (*vid.* sobre este carácter ROCA FERNÁNDEZ, «La delegación...», cit., p. 125). No debe olvidarse, como se insiste en FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones...*, cit., p. 231, que todo lo relativo a las «bases y modalidades del rescate» debe ser decidido por la junta de accionistas.

(175) Sin embargo, hemos de manifestar nuestra opinión discrepante en torno a la posibilidad de admitir el empleo del mecanismo de la delegación en los administradores de la facultad de ejecutar el aumento de capital, esto es, la «pequeña delegación» del artículo 297.1.a) de la LSC, como operación unitaria o global en la que, incluso, se incluya la reducción de capital, según se defiende en ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 35, ya que entendemos que esta es contraria al espíritu y literalidad del precepto mencionado.

(176) En este sentido, VICENT CHULIÁ/SALINAS ADELANTADO, «Derecho...», cit., p. 4, sostiene que el acuerdo de emisión especifique las condiciones del rescate, aunque más adelante se reconoce que los estatutos deben fijar las líneas generales del rescate, porque lo contrario implicaría que para cada nueva emisión tuviera que realizarse la modificación de esa parte de los estatutos.

estos valores, de suerte que no serían admisibles posteriores modificaciones de su régimen que directa o indirectamente implicaren un perjuicio⁽¹⁷⁷⁾, a menos que se cuente con la aprobación, mediante votación separada o en Junta especial, de los titulares de acciones rescatables como tal categoría de acciones.

De acuerdo con la regulación contenida en el artículo 500.1 LSC la recuperación de las acciones redimibles, como es sabido, podrá realizarse a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos, por lo que sistemáticamente estos supuestos deben abordarse de modo separado.

b) Ejercicio del derecho de rescate a solicitud de la sociedad emisora

Esta clasificación trimembre acogida en la LSC relativa a los sujetos legitimados para ejercitar el derecho de rescate no cuenta con precedente alguno en la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades. Ni siquiera encontramos algo similar en las legislaciones societarias inglesa⁽¹⁷⁸⁾ o portuguesa ni en el Anteproyecto de 1987, que atribuyen tal facultad a la sociedad emisora. Con toda probabilidad, el antecedente inmediato de esta clasificación haya que encontrarlo en la Propuesta elaborada por la «Comisión Especial», de cuyo texto se infería que la atribución exclusiva del rescate a la sociedad era potestativa, con lo que quedó abierta la puerta a que en sede parlamentaria se distinguiera entre rescate a iniciativa de la sociedad, de los socios o de ambos y se confiriera al texto legal la regulación definitiva, actualmente vigente⁽¹⁷⁹⁾.

Lo cierto es que si la iniciativa del rescate corresponde a la emisora, la Ley le impone taxativamente un plazo de tres años, computados a contar desde la fecha de la emisión, antes de cuyo transcurso no podrá procederse al rescate. Al margen de este requisito legal, queda a la entera voluntad de la sociedad la elección del momento oportuno para «llamar» a los accionistas a fin de amortizar sus acciones. Este plazo permite a la sociedad emisora abortar rescates en contextos o momentos financieramente perjudiciales. Desde el punto de vista del socio/inversor, el sentido de este lapso temporal tal vez haya que buscarlo en el deseo de procurarle, como tal inversor y como socio, una cierta estabilidad, de modo que se impida a la sociedad rescatar las acciones al cobijo de cualquier coyuntura económica favorable, inmediatamente después de su emisión. Cobra especial significación el límite temporal si las acciones disfrutaban de dividendos o si contienen determinados privilegios, pues al menos durante ese período al socio le estará garantizada una cierta rentabilidad y, lo que es más importante, está

(177) Este perjuicio, directo o indirecto, se dará, como se explica en GARCÍA LUENGO/SOTO VÁZQUEZ, *El nuevo...*, cit., p. 667, cuando, en defecto de previsión estatutaria, el acuerdo de la Junta general sobre modificación de estatutos altere o suprima el contenido o eficacia de aquel derecho particular que determina una clase o incida en el mantenimiento del rango entre varias de ellas, bien disminuyendo sus ventajas, bien aumentando las prerrogativas que disfrutaban otros grupos.

(178) En la CA 1985 la alternativa queda circunscrita a la sociedad o al socio.

(179) En el apartado sexto de la referida Propuesta podía leerse, entre otros extremos, que «Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad...».

en condiciones de fijar un cálculo anticipado de la rentabilidad de su inversión, si se expresa esta realidad en términos financieros⁽¹⁸⁰⁾. Sin embargo, cabe presumir que pasados los tres años no faltarán a la emisora ocasiones financieramente favorables para, si le conviniere por la excesiva onerosidad o por otras razones, apartar de la sociedad a los titulares de acciones rescatables, con lo que los efectos perseguidos con este plazo de tres años pueden tener un sentido muy relativo⁽¹⁸¹⁾.

Dentro del largo capítulo de omisiones y silencios de la Ley, tampoco se dice nada sobre las circunstancias que han de presidir la comunicación o llamamiento al socio para redimir las acciones, así como si este pierde su condición de tal desde el mismo instante en que sea llamado para el rescate o, lo que parece más probable, desde que efectivamente le sea satisfecha la suma estipulada.

Tampoco queda claro en la regulación de la LSC, sobre la materia, cuál es el órgano social competente para tomar la decisión de proceder al rescate. En principio, el artículo 501.1 LSC sólo se pronuncia expresamente sobre la necesidad de que se adopte un acuerdo en Junta general cuando sea necesario emitir nuevas acciones para financiar la operación de amortización, con lo que, evidentemente, queda descartada la intervención del órgano de administración. Ahora bien, fuera de este supuesto, y aunque la Ley guarde silencio al respecto, igualmente habría que entender que, tal y como ocurre en el Derecho portugués (artículo 345.1 del CSC), la competencia para decidir el momento del rescate, tanto si se financia con beneficios o reservas libres como si no, debe quedar encomendada a la Junta general, ya que el rescate en sí mismo supone la realización de una serie de operaciones societarias sobre las cuales no puede decidir el órgano de administración, tal como ocurre con la reducción de capital o la constitución de reservas previstas en el artículo 501.2. LSC⁽¹⁸²⁾. El órgano de administración ha de ejecutar el acuerdo previamente adoptado en Junta general para materializar el rescate. Si las circunstancias para la redención de las acciones están especificadas en los esta-

(180) Así, FERNÁNDEZ DEL POZO, *La amortización de acciones...*, cit., p. 256, explica que el argumento tiene más fuerza si se tiene en consideración que, al menos en Derecho comparado, las rescatables son preferentes.

(181) Parte de la doctrina ha querido ver en este plazo el deseo del legislador de imprimir a estos valores una vocación de financiación a medio y largo plazo (VICENT CHULIÁ/SALINAS ADELANTADO, «Derecho...», cit., p. 5). Desde el punto de vista de procurarle al inversor la mayor rentabilidad posible también se ha sostenido (ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 36) que el cómputo del plazo debería hacerse por ejercicios sociales (concluidos tres ejercicios) y no de fecha a fecha para evitar, en la mejor de las hipótesis, que el inversor cobrara sólo los beneficios correspondientes a dos ejercicios. De hecho, y en lo que a documentos prelegislativos se refiere, el apartado 6 del artículo 112 de la Propuesta de la «Comisión Especial» se decantó por esta última opción comentada. Sin embargo, el término ejercicio se presta a algunas dudas interpretativas en cuanto a su cómputo y a la exacta determinación de los días inicial y final, lo que, sin duda, ofrecería cierto grado de incertidumbre, como se expone en YANES YANES, *Las acciones rescatables...*, cit., p. 159.

(182) A favor de este argumento se manifiesta ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 37, y en contra GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 7, en donde se argumenta que se atribuye esta facultad al órgano de administración por aplicación analógica del supuesto contemplado con base en el artículo 75 de la LSA de 1989, sobre adquisición derivativa de acciones propias.

tutos sociales, como defendemos⁽¹⁸³⁾, y entre ellas figura la fijación del momento exacto del rescate, no debe plantearse duda alguna. Si sólo quedare establecido el plazo máximo para proceder al rescate habrá que entender que se ha querido dejar al arbitrio de la Junta general la determinación del momento exacto, mediante la adopción del oportuno acuerdo que será complementario de las previsiones estatutarias. El razonamiento expuesto parte de la base según la cual el tiempo o momento del rescate constituye un elemento de suma importancia en orden a la recuperación de las acciones, como lo son también el precio o la modalidad del rescate, de modo que unos y otros, según el artículo 39 de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades, deberían estar fijados en los estatutos como condiciones para redimir las acciones. En todo caso, los acuerdos de la Junta han de desarrollar y completar estos puntos, por lo que no vemos razón jurídica alguna que justifique la competencia del órgano de administración, como órgano social, para fijar el «cuándo» de la operación de rescate al amparo de criterios que se funden en la mejor percepción de la política financiera que posee ese órgano o en el argumento de que la Junta general no es ágil y operativa para estos menesteres.

De otro lado, los preceptos reguladores de la figura nada dicen para el caso de que la sociedad incumpla su obligación de rescatar. El artículo 345.º 9 del CSC de Portugal ofrece una solución razonable a las cuestiones derivadas del silencio de la norma española, de manera que hubiera sido deseable la inclusión en la LSC de un precepto de similares características. En esta regulación extranjera se admite que en los estatutos se prevean sanciones para el caso de que la sociedad incumpla su obligación de rescatar en la fecha fijada y, en su defecto, el titular de la acción redimible puede solicitar judicialmente la disolución de la sociedad, después de que haya transcurrido un año desde la fecha del rescate sin que se hubiera producido. Parece ser que solamente podrá hablarse de un incumplimiento de la obligación en este punto cuando la sociedad no adopte el acuerdo de rescatar las acciones en los términos estatutariamente previstos, pero no, por ejemplo, cuando la emisora se constituya en mora para la satisfacción del importe al titular de la acción rescatable⁽¹⁸⁴⁾. La solución prevista en *Section 735 CA* se reconduce a declarar específicamente que la sociedad no es responsable ante la falta de rescate de las acciones, si bien matiza, obviamente, que los titulares de acciones rescatables pueden reclamar a la compañía los daños derivados del incumplimiento de la obligación de rescate.

En la Propuesta elaborada por la «Comisión Especial» se hacía referencia expresa a «su amortización en el plazo y condiciones que se establezcan...», siguiendo el tenor literal del artículo 47 o. 1. del Anteproyecto de 1987. Se trataba de un matiz distinto respecto de la norma portuguesa, pues amortizar no equivale a rescatar. De todos modos, la fijación de un plazo para el rescate es un elemento indispensable que

(183) Conviene recordar a este respecto que la fijación del plazo del rescate en los estatutos era una de las exigencias del artículo 47 o. 2. del Anteproyecto de 1987.

(184) *Vid.* VENTURA, *Estudio...*, cit., p. 466.

habrá de integrar las condiciones para el ejercicio del mismo en el sentido previsto en el artículo 500.1 LSC. Igualmente, deberían haberse previsto las consecuencias del incumplimiento de dicha obligación y, en su defecto, la disolución de la sociedad tras un período prudencial de gracia no parece constituir una propuesta de *lege ferenda* muy descabellada, si se considera la probable situación de crisis económica en que se hallare la emisora⁽¹⁸⁵⁾. Así las cosas, si la compañía incumple la obligación de rescatar, sin que, naturalmente, se amorticen las acciones afectadas, el socio perjudicado tendrá que solicitar la intervención judicial⁽¹⁸⁶⁾. Dejando al margen la posibilidad del arbitraje, en los casos en que fuere posible, en la demanda formulada ante el Juez de lo mercantil a través del correspondiente juicio ordinario deberá solicitarse que se dicte sentencia por la que se condene a la sociedad emisora a que se cumplan las condiciones del rescate en los términos especificados en los estatutos, con el consiguiente pago del rescate, y que se amorticen las acciones rescatables, como ordena el artículo 501 LSC. Despachada la ejecución puede procederse, naturalmente, al embargo de bienes y derechos de la sociedad. El incumplimiento de la sentencia condenatoria en cuanto que la sociedad condenada no proceda a la reducción del capital social podría resolverse mediante la aplicación del artículo 708 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, que regula la condena a la emisión de una declaración de voluntad. Aun cuando dicho precepto está pensado, preferentemente, para supuestos como el de los precontratos o las declaraciones que el ejecutado debe hacer respecto de terceros, tales como la cancelación de una hipoteca, de una condición resolutoria inscrita o la denuncia de una relación contractual⁽¹⁸⁷⁾, podría admitirse que la voluntad social de la anónima, en tanto que persona jurídica, quede sustituida judicialmente, pues se trataría de una declaración de voluntad reconocida en un título ejecutivo, cual puede ser la sentencia firme o el laudo arbitral, en su caso. Así pareció entenderlo la STS núm. 1162/1997 de 18 de diciembre (RJ 1997\9103), que contemplaba un supuesto de ejecución de una sentencia firme, cuyo fallo declaraba que la nulidad de unos acuerdos sociales de expulsión de un socio de una Cooperativa había de abarcar (dicha ejecución) necesariamente también, en cuanto consecuencia natural del expresado fallo, la práctica de cuantas diligencias sean precisas para que el referido socio fuera readmitido en su condición de tal y reintegrado al mismo cargo que ocupaba en

(185) En la doctrina anglosajona tuvimos la oportunidad de advertir oportunamente como que se propone idéntica solución (BERNS/BARONS, *Company...*, cit., p. 333).

(186) No parece que estemos ante un supuesto de jurisdicción voluntaria en cuya regulación, además, se establece por el artículo 1.817 de la Ley de Enjuiciamiento Civil de 1881 que «si a la solicitud promovida se hiciere oposición por alguno que tenga interés en el asunto, se hará contencioso el expediente, sin alterar la situación que tuvieren, al tiempo de ser incoado, los interesados y lo que fuere objeto de él, y se sujetará a los trámites establecidos para el juicio que corresponda, según la cuantía», con lo que con toda probabilidad habría que plantear una contienda judicial.

(187) Vid. CHAVES RIVAS, «Condena a la emisión de declaraciones de voluntad: Aspectos sustantivos y procesales», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 696, 2006, pp. 1.411 y 1.412, y MARTÍN PASTOR, «La ejecución provisional y las condenas a emitir una declaración de voluntad», *Práctica de Tribunales, Revista de Derecho Procesal Civil y Mercantil*, núm. 49, 2008, p. 12.

la Cooperativa antes de los determinados acuerdos sociales declarados nulos, esto es, se trataba de sustituir la voluntad del Consejo Rector, en cuanto órgano, en su competencia de adoptar acuerdos para readmitir a un socio concreto.

- c) Ejercicio del derecho de rescate a solicitud de los accionistas o de ambas partes

Sin perjuicio de reconocer que la posibilidad de ejercitar el derecho de rescate a opción del accionista esté expresamente reconocida en el Derecho del Reino Unido (*option of the share holder*), como ya se ha tenido ocasión de comentar, lo cierto es que no establece la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades ninguna clasificación respecto de las modalidades del rescate por partir, tal vez, de la premisa básica según la cual éste ha de verificarse a solicitud de la emisora. El supuesto que ahora abordamos, y que encierra la idea de un rescate a voluntad —*ad nutum*—, plantea, sin duda, una mayor complejidad técnica. Una interpretación literal del precepto nos conduciría a admitir que en las sociedades anónimas cotizadas, únicas que como es sabido pueden emitir estos valores, cualquiera de los titulares de acciones rescatables podría ejercitar, a efectos discursivos, esta opción individualizadamente, aun a pesar de las grandes lagunas en esta materia en donde no se especifica cómo ha de manifestarse la voluntad del socio que desea hacer uso del derecho del rescate, si ha de dirigir una comunicación al órgano de administración, si ésta posee un carácter unilateral y recepticio, etc. La conveniencia de introducir cláusulas estatutarias que impliquen una prohibición temporal del ejercicio de rescate por parte del accionista afectado parece que está plenamente justificada a fin de evitar, en lo posible, rescates en momentos o circunstancias no favorables para la emisora, desde el punto de vista de los cambios coyunturales imperantes en el mercado financiero⁽¹⁸⁸⁾. De otro lado, tal y como tuvimos ocasión de exponer en páginas anteriores, al tratar sobre la redención como elemento configurador de la acción rescatable, la disciplina del capital y el significado dogmático de la clase de acción hacen aconsejable desechar los requerimientos de rescate a título individual para reconducirlos a una manifestación de voluntad conjunta instrumentalizada a través del procedimiento de Juntas especiales o votaciones separadas de las acciones rescatables como categoría específica de acciones. De lo contrario quedaría abierta la puerta a sucesivas reducciones de capital y a la existencia de sociedades

(188) La experiencia en el mercado primario español demuestra que, en el supuesto concreto analizado, el derecho del rescate se ha otorgado exclusivamente a los tenedores de acciones rescatables, condicionando su ejercicio a un plazo específico mediante notificación escrita dirigida a la emisora y estableciéndose que el vencimiento del plazo conlleva la conversión de las acciones rescatables en acciones ordinarias, como se desprende del folleto de la compañía «Indra Sistemas, S.A.» inscrito en el Registro de la CNMV con fecha de 4 de julio de 2003. Esta solución se ha calificado por algún sector doctrinal como factible (YANES YANES, *Las acciones rescatables...*, cit., p. 154) y no parece encontrar objeciones en el marco de la regulación española.

anónimas de capital variable, posibilidades rechazables, *a fortiori*, en el funcionamiento de las sociedades cotizadas⁽¹⁸⁹⁾.

Una vez planteada la cuestión en los términos referidos, parece que no es posible concebir este rescate a opción o arbitrio de cada titular de acciones rescatables como un derecho de separación del accionista, al menos en el sentido apuntado por cierto sector doctrinal, que sería una figura próxima, aunque distinta⁽¹⁹⁰⁾. En efecto, como se ha puesto reiteradamente de manifiesto, el derecho de separación que nació en el Derecho italiano tuvo su razón inicial de ser en servir de instrumento de defensa de la minoría contra los excesos de la mayoría, pero como quiera que el ejercicio de tal derecho podía acarrear, en determinadas circunstancias, una descapitalización de las sociedades, se hizo conveniente su limitación en su propio país de origen a unos supuestos muy concretos⁽¹⁹¹⁾. Si prescindimos de los detalles de la incorporación histórica de esta figura a nuestro Derecho, lo cierto es que el fundamento de la separación voluntaria del accionista, tal y como estaba regulado en la LSA de 1989, respondía, básicamente, a las mismas razones que justificaron su creación en la legislación italiana⁽¹⁹²⁾. En este sentido, la aplicación de la institución se contrae a supuestos tasa-

(189) De todos modos, si se abre la espita de la «rescatabilidad» a solicitud de socios, surgen nuevas cuestiones. En este sentido la articulación estatutaria de la figura, con la característica del rescate individualizado, plantea problemas derivados de la naturaleza específica de esta clase de acción, que están llamadas forzosamente a su amortización. Algún sector doctrinal ha destacado que si los titulares de estos valores optaran por no ejercitar su derecho, las acciones rescatables quedarían desnaturalizadas, porque, al menos hipotéticamente, podría darse la posibilidad de que nunca llegaran a rescatarse. Por tal razón, debería preverse en los estatutos una solución a esta cuestión, suprimiendo la emisión de estas acciones sin plazo o con carácter indefinido, pero si, a su vez, se marcara un margen de tiempo determinado, podría ser que fuera la sociedad y no el accionista quien ejercitara el rescate, con lo que nos moveríamos en un círculo vicioso de no fácil regulación (*cf.* ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 38).

(190) Así, FERNÁNDEZ DEL POZO, «Las acciones...», cit., pp. 1.172 y 1.173, analiza la problemática derivada del ejercicio del rescate a voluntad del emisor desde la óptica de un derecho de separación que le es concedido al socio con base en la posibilidad de ampliación estatutaria de los presupuestos de ese derecho. En GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones...», cit., p. 4, se configura el rescate a opción del accionista como un derecho de separación «no causal».

(191) Se nos explica en GARRIGUES/URÍA, *Comentario...*, t. II, cit., p. 202, que este derecho de separación fue sufriendo paulatinas limitaciones en la legislación de origen, «inspiradas todas ellas en el deseo de paliar las consecuencias económicas que el ejercicio de este derecho podía tener a veces para la sociedad afectada cuando era utilizado por una fuerte minoría con propósito de desintegrar el patrimonio social y de arruinar a la empresa». Se trataba de buscar un elemento corrector en la superación de la teoría de las bases esenciales (SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, *El objeto social en la sociedad anónima*, Madrid, 1990, p. 308). En la doctrina italiana se destacan los inconvenientes y las insuficiencias del ejercicio del derecho de separación en FERRI, «La tutela delle minoranze nelle società per azioni», *Dir. prat. com.*, 1932, I, p. 19. La evolución de la figura en el Derecho italiano puede estudiarse en BRUNETTI, *Trattato del Diritto delle società*, II, Milán, 1948, pp. 422 y 423.

(192) En la LSA de 1989 se trataba, como es sabido, de los casos de sustitución del objeto social, transformación, fusión en los términos de su artículo 320 y, con anterioridad a la reforma introducida por la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, también

dos⁽¹⁹³⁾. En todos estos casos el ordenamiento ampara al socio disconforme, permitiéndole abandonar la sociedad.

En consecuencia, parece que no cabe configurar el rescate a solicitud de los socios como una especie de derecho voluntario e individualizado de separación sin causa, puesto que ello no sólo sería contrario a la finalidad y fundamento del derecho de separación, sino también a la consideración de la acción rescatable como una categoría de acción. Dado que el elemento configurador esencial de la acción rescatable es la redención, el titular de estos valores tendría derecho a redimir los que posea con carácter indefinido si, *in extremis*, no se prevé esta posibilidad por la emisora.

Respecto de la otra vía reconocida legalmente de rescatar acciones a solicitud de la sociedad y/o de los socios los silencios de norma dejan abierta la cuestión a distintas interpretaciones.

Si se entiende que el precepto plantea una hipótesis alternativa al amparo de la cual la facultad del rescate pueda ser ejercitada indistintamente por la emisora o por el titular de estos valores, tendríamos que remitirnos a lo expuesto en las páginas precedentes según que el ejercicio de este derecho se ejecute por una u otra parte, pues los problemas que vendrían a plantearse serían muy similares. Sin embargo, resulta dudoso, porque la norma no lo especifica, si es igualmente aplicable el plazo de los tres años como ocurre cuando el derecho a rescatar se atribuye exclusivamente a la sociedad (artículo 500.3 LSC), pues el referido adverbio «exclusivamente» parece restringir este requisito a los supuestos en que *ab initio* se otorga la facultad de redención a la emisora, con exclusión de otras opciones. Parece, pues, que en este caso puede admitirse el juego de la libérrima voluntad de rescate de la sociedad sin sujeción a plazo alguno.

La otra interpretación posible exigiría el concurso o coincidencia de voluntades de las dos partes interesadas, con lo que el ejercicio del derecho del rescate tendría que plantearse como un derecho colectivo o de grupo. En este sentido si la iniciativa correspondiere a los titulares de acciones rescatables tendrían que manifestar su voluntad como una clase o categoría de acciones, no aisladamente, y dicha voluntad, a su

estaba previsto el supuesto del traslado al extranjero del domicilio social. Se seguía, prácticamente, la misma línea marcada por el artículo 2.437 del Código Civil italiano de 1942, en el que el derecho de separación del accionista queda limitado al cambio de objeto o de tipos sociales y los casos de traslado al extranjero de la sede social. A raíz de la entrada en vigor de la nueva LSC, se ha alterado la regulación del derecho de separación del socio, cuyas causas legales, estatutarias y modos de ejercicio de este derecho se reconducen al esquema previsto en los artículos 346 y ss.

⁽¹⁹³⁾ Desde un punto de vista político jurídico, en las sociedades capitalistas, como la anónima, la separación del socio siempre ha sido objeto de críticas y por ello se ha restringido su admisión al Derecho positivo (*cfr.* en este sentido GIRÓN, *Derecho de sociedades*, t. I, cit., p. 684). También contempla el derecho de separación el artículo 225 de nuestro Código de Comercio, aunque, en realidad, como se ha resaltado por algún autor (MOTOS GUIRAO, «La separación voluntaria del socio en el Derecho mercantil español», *RDN*, 1956, p. 36), se contempla, más bien, el problema genérico de la separación voluntaria del socio, que no siempre tenía algo que ver con el derecho de separación establecido en la LSA de 1989 y cuya finalidad consiste en tutelar a la minoría, en determinados supuestos, frente al poder de la mayoría, tal como tuvimos ocasión de expresar anteriormente.

vez, tendría que ser ratificada por la sociedad. Y si, viceversa, fuera la emisora la que optara por adelantarse en el rescate, los valores solamente podrían ser rescatados y amortizados si se contara con el acuerdo de los titulares afectados adoptado en Junta especial o, en su caso, mediante votación separada⁽¹⁹⁴⁾. De cualquier manera, siempre se necesitaría el refrendo de alguna de las partes⁽¹⁹⁵⁾.

1) Amortización de las acciones rescatables y reducción de capital

1. Consideraciones previas

El artículo 501 LSC regula la amortización de las acciones rescatables como cierre o colofón final del proceso de emisión de este tipo de valores. Tres son las vías de financiación previstas por el legislador para la adquisición de esta clase de acciones, a saber, beneficios, reservas libres y el producto obtenido mediante una nueva emisión de acciones. En último término, si se careciere de tales recursos habría que proceder a la devolución de aportaciones con cargo a la cifra de cobertura del capital social.

De entre las múltiples cuestiones que plantea la norma referida aparecen dos que merecen especial atención. La primera tiene que ver con la nueva reserva prevista para los supuestos de amortización con cargo a beneficios o reservas disponibles, y la segunda se refiere a la reducción del capital social en relación con el diverso origen de los fondos destinados a financiar el rescate.

2. Reserva por amortización de acciones rescatables

a) Antecedentes

Exige el artículo 501.2 LSC que si la amortización se realiza «con cargo a beneficios o a reservas libres, la sociedad deberá constituir una reserva por el importe nomi-

(194) En este sentido, GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 7.

(195) Aparte de las tres modalidades de rescate ya analizadas y previstas legalmente (a solicitud de la sociedad, de los socios o de ambos), parte de la doctrina se muestra proclive a admitir una nueva fórmula, según la cual la redención sea consecuencia del vencimiento de un plazo o, más propiamente, de un término. Este último denota un momento futuro pero cierto en sus dos modalidades de *certus an et quando* y *certus an, incertus quando*. Desde luego, la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades nada dice al respecto y, en consecuencia, tampoco lo prohíbe. Respecto de esta cuestión se advierte en GARCÍA-CRUCES, «Las acciones...», cit., p. 7, que salvo que la regulación de la LSA en esta materia tenga un carácter limitativo y excluyente, parece que no existen razones de peso que obliguen a rechazar la admisibilidad del rescate de acciones en fecha determinada fijada anticipadamente. Ahora bien, debemos señalar que cuestión distinta es si el establecimiento de un término puede o no ser conveniente a los intereses financieros de la sociedad cuando tal término se cumpla, pues las acciones tendrán que amortizarse irremisiblemente, aunque la coyuntura económica no sea la idónea. De otro lado, es discutible si puede quedar sujeto el rescate al cumplimiento de una condición, puesto que al depender la amortización de las acciones de un acontecimiento futuro e incierto del cual se hace depender la entrada en vigor de un acontecimiento jurídico, ello parece contradictorio con la naturaleza fatalmente caducable de la acción rescatable.

nal de las acciones amortizadas», que bien podríamos denominar reserva por amortización de acciones rescatables. El origen de esta norma procede del artículo 39 e) de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades que, a su vez, se inspiró en la, por entonces vigente, *Section 170* de la *CA 1985* reguladora del *capital redemption reserve*, que exige la transferencia del importe con arreglo al cual quede disminuido el *issued share capital* a una reserva denominada «reserva por capital redimido», cuando la redención se haga con cargo a beneficios o cuando, si concurren determinadas circunstancias (*vid. infra*), se financie la operación con cargo a una *fresh issue*. Esta idea, aunque con ciertas diferencias, como es lógico, aparece reflejada también en el artículo 345.º 6 del *CSC 1986*, en donde se matiza que la reserva es indisponible salvo que se aumente o reduzca capital (... *incorporação no capital social, sem prejuízo da sua eliminação no caso de o capital ser reduzido*). En realidad, como puede apreciarse, se trata de una fiel trasposición de la letra e) del artículo 39 de la Segunda Directiva CEE. Sin embargo, el legislador portugués no reprodujo la excepción contenida en la letra f) de la norma comunitaria relativa a la no exigencia de constitución de reserva cuando el rescate se financie con cargo al producto de una nueva emisión, aunque habría que entender que dicha restricción también operará en el Derecho luso, pues en tal caso no está justificada la constitución de reserva.

Si retornamos al Derecho español, puede observarse que el artículo 501 LSC, en materia de reserva, no se aparta de la pauta marcada en la Segunda Directiva CEE, aunque, a diferencia de ésta, no se dice nada sobre las características de esta reserva, extremo este que sí se contempló parcialmente en el número 4 del artículo 47 o. del Anteproyecto de 1987, que aclaraba —siguiendo la línea de la Segunda Directiva CEE— que de esta reserva sólo podía disponerse con los mismos requisitos exigidos para reducir capital. Curiosamente, en la propuesta formulada por la «Comisión Especial» fue éste uno de los aspectos en que más énfasis se puso. En dicho texto se aclaraba que no eran de aplicación los artículos 163 a 170 de la LSA de 1989 (317 y ss. de la LSC) a la reducción de capital por amortización de estas acciones, «siempre que el rescate se realice con cargo a reservas o a beneficios libres y se constituya la reserva a que se refiere el artículo 167.3.º de dicha Ley».

b) Naturaleza de la reserva

Tal vez, partiendo del planteamiento inicial que representa la referida propuesta y del propio contenido de la Segunda Directiva CEE, alguna orientación doctrinal ha querido ver aquí una reserva indisponible equivalente a la prevista en el artículo 335 c) LSC para los supuestos de reducción de capital con cargo a beneficios o a reservas libres⁽¹⁹⁶⁾. Lo cierto es que el artículo 501.3 LSC, a diferencia de la propuesta citada, solamente exige que se constituya una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas, sin más.

(196) Así, GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones...», cit., p. 5, en donde se afirma que «debe entenderse plenamente aplicable el régimen previsto en la segunda Directiva CEE en materia de sociedades», a la que ahora se apela como argumento de peso, pero no en otras cuestiones tan importantes o más, como las relativas a las condiciones de emisión (*vid. supra*).

El término reserva, aparte de los distintos significados que pueda tener en el ámbito económico, contable o fiscal, carece de definición legal en la normativa societaria⁽¹⁹⁷⁾. Toda reserva, en principio, debe funcionar como una cifra de retención de una parte del patrimonio neto afecta a un fin específico, que puede ser el propio riesgo de explotación de la actividad empresarial u otros fines determinados. Tradicionalmente se ha relacionado la creación de fondos de reservas con la idea de sustraer a la distribución entre los accionistas los beneficios de la sociedad con la finalidad de crear una suma de previsión de posibles pérdidas futuras que eviten el balance deficitario, lo que se encuadra dentro de la noción de provisiones destinadas a un empleo futuro. Desde el plano contable, la cuenta de reserva viene a reflejar aquel asiento en el pasivo del balance que señala los bienes que, como fondos de reserva, deben estar incluidos en el activo⁽¹⁹⁸⁾. Respecto de la reserva del artículo 501 LSC cabe afirmar, sin embargo, que se ha discutido en la doctrina más autorizada si debe operar con un carácter nocional o como una masa patrimonial cubierta con bienes existentes en el activo, es decir, verdaderamente dotada⁽¹⁹⁹⁾.

Desde el punto de vista de una adecuada planificación financiera parece que la opción más correcta sería, probablemente, la de entender que la sociedad estaría obligada a prever anticipadamente la vía de financiación de las acciones redimibles y en función de la misma, es decir, si dicha financiación efectivamente se realizare con cargo a beneficios o a reservas disponibles, habría que proceder a dotar el fondo de reserva exigido legalmente en el artículo 501 LSC, a fin de que dicho fondo no opere como una simple cifra de retención de bienes futuros y sí como un mecanismo previo para acotar bienes del patrimonio, que bien podría provisionarse, por ejemplo, mediante una paulatina detracción de una fracción de los beneficios de cada ejercicio. De este modo, una vez amortizadas las acciones, el fondo de reserva quedaría ya completamente dotado⁽²⁰⁰⁾, reforzándose la solvencia de la sociedad.

El enfoque contable de la cuestión no está exento tampoco de algunas dudas. El silencio que mantiene el artículo 501.2 LSC en torno al tipo o clase de reserva de que se trata es evidente. A diferencia de otros supuestos como, por ejemplo, el previsto en el artículo 142.2 LSC, sobre reservas por adquisición de acciones propias o de la sociedad dominante o el caso del artículo 148.c) o del 153 del mismo cuerpo legal, no existe, sin embargo, previsión contable específica cuando se trata del supuesto de

(197) La RDGRN de 18 de octubre de 2002 (RJ 2002\263) aclara que existen partidas que, bajo la denominación de reservas, tan sólo suponen asientos impuestos por la técnica contable.

(198) Cfr. GARRIGUES/URÍA, *Comentario...*, t. II, cit., p. 355.

(199) En este sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad...*, cit., p. 58, en donde se sostiene que la poca experiencia española sobre emisión de acciones preferentes con cláusula de rescate por entidades financieras a través de sus filiales en el exterior abona el argumento de que estamos ante una pura cuenta de reserva que funciona como «cifra formal de retención de valores en el futuro».

(200) Así, SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad...*, cit., p. 62, se muestra partidario de la creación de un verdadero *sinking fund*.

amortización de acciones rescatables. Esto es, no está prevista una cuenta específica *ad hoc* que pudiera denominarse «reserva por acciones rescatables amortizadas».

Con anterioridad a la entrada en vigor del nuevo Plan General de Contabilidad, el artículo 178 de la LSA de 1989 establecía, antes de su derogación, un desglose de las reservas que debían constar en el pasivo del balance. En tal sentido, el anterior Plan General de Contabilidad de 1990 preveía que se asentara en su partida 113, que se denominaba «reservas especiales» la reserva recogida en el artículo 84 de la LSA de 1989 (reserva de participaciones recíprocas), así como las establecidas por cualquier disposición legal con carácter obligatorio que no tuvieran encaje específico en otras cuentas del subgrupo de las reservas.

Sin embargo, cierto sector doctrinal ha querido otorgar a esta reserva una función equivalente a la prevista *ex* 335.c) LSC⁽²⁰¹⁾, advirtiendo entre ellas cierta semejanza funcional. En este sentido cabría entender que, en principio, puede observarse en ambos casos [reserva del art. 335.c) y reserva del art. 501.2 LSC] una reducción de capital social por amortización de acciones con cargo a beneficios o a reservas libres, manteniéndose inalterada la cifra de retención en el pasivo del balance. Contablemente pudiera, tal vez, asentarse este fondo de reserva por amortización de acciones rescatables en la subcuenta 1142 del Plan General de Contabilidad, que es la apropiada para la reserva por capital amortizado. Ahora bien, si repasamos el precepto de la norma comunitaria [artículo 39 e)] del cual trae causa el correlativo de la LSA de 1989, se puede apreciar que la Segunda Directiva CEE aclara que la reserva en cuestión no podrá distribuirse a los accionistas, salvo en casos de reducción del capital suscrito⁽²⁰²⁾, y que sólo podrá utilizarse para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas. En cambio, el artículo 335.c) LSC dice que la reserva regulada en este precepto legal sólo será disponible «con los mismos requisitos que los exigidos para la reducción del capital social», lo cual parece que no es exactamente lo mismo. Cierto es que ambas reservas [arts. 335.c) y 501.2 de la LSC] son indisponibles y tienen funciones equivalentes, pero hay dos diferencias claras: la LSC, como heredera de la LSA de 1989, guarda un laconismo extremo sobre el carácter y destino de la reserva por amortización de acciones rescatables y, por otra parte, el artículo 335.c) de la mencionada Ley aclara que se puede disponer de esta reserva con arreglo a los requisitos para reducir capital, esto es, con sujeción a los trámites de publicidad y, en su caso, oposición de los acreedores. Lo que mantienen en común ambos preceptos es la exigencia de que se realice la reducción con cargo a beneficios o a reservas libres. Nada dice el artículo 335.c) acerca de emplear la reserva para aumentar capital⁽²⁰³⁾ (posibilidad que sí está explícitamente prevista en la Segunda Directiva CEE para la reserva por amortización de acciones rescatables) y, por otra parte, nada se regula en el artículo 501.2 de

(201) Así, GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones...», cit., p. 5.

(202) Obsérvese que este inciso del artículo 39.e) de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades tiene su origen el artículo 33.1 del mismo cuerpo legal.

(203) Aunque se admite por la doctrina [*vid.* PÉREZ DE LA CRUZ (con la colaboración de AURIOLES MARTÍN), «La reducción...», cit., p. 144].

la LSC ni, sobre todo, en la propia Segunda Directiva CEE, acerca de disponer de la reserva cumpliendo con los requisitos para reducir capital. Lo que advierte la Segunda Directiva CEE es que la reserva no puede distribuirse entre los socios, salvo que se reduzca capital, a diferencia de lo que ocurría en el Anteproyecto de 1987 y en la propuesta redactada por la «Comisión Especial».

En el supuesto del artículo 335.c) LSC, los gestores de la sociedad estarían facultados, *v. gr.*, para convertir la reserva por capital amortizado (antes partida 118, hoy subcuenta 1142 con la rúbrica Reserva por capital amortizado) en reserva voluntaria si sujetan esta operación a los «mismos requisitos que los exigidos para la reducción de capital social», porque así lo autoriza la Ley. En cambio, en materia de acciones rescatables se prohíbe taxativamente que se distribuya la reserva entre los socios, a menos que se reduzca el capital social suscrito [artículo 39.e) de la Segunda Directiva CEE].

En virtud de tales apreciaciones parece que puede concluirse que contablemente deba ser considerada la reserva por amortización de acciones propias como un fondo que ha de tener su asiento en la partida 114 relativa a la reserva por capital amortizado por no tener encaje en ninguna otra cuenta y no poder, en modo alguno, ser distribuida entre los socios por su carácter indisponible, salvo, naturalmente, la excepción recogida en el artículo 39 de la norma comunitaria.

De otro lado, también cabe plantearse la posibilidad de que las acciones sean rescatadas, no por su valor nominal, sino por una suma que se corresponda, por ejemplo, con el valor de cotización en el mercado de la acción⁽²⁰⁴⁾. Si se sigue literalmente el dictado de la LSC habrá que constituir una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas, con lo que no quedaría fielmente reflejada en el pasivo del balance de la sociedad, a través de un fondo de reserva por amortización de acciones rescatables, la suma efectivamente entregada a los socios en concepto del rescate. De este problema se hace eco la propia Segunda Directiva CEE, que expresamente exige que se incorpore a la reserva una cuantía igual al par contable de las acciones rescatadas, cuando así sucediere.

c) Reserva y prima de rescate

Otro problema no abordado en la LSC se refiere al pago de primas de rescate, que la sociedad pudiere otorgar a los titulares de acciones rescatables como un aliciente económico o un *plus* de retribución que favorecería su colocación en el mercado y cuya admisibilidad parece que no puede ser cuestionada. Nada dice nuestra LSC sobre

⁽²⁰⁴⁾ Al respecto se afirma en VICENT CHULIÁ/SALINAS ADELANTADO, «Derecho...», cit., pp. 4 y 5, que el importe del rescate sólo puede llegar «hasta el límite de las reservas de libre disposición», pues no se contenía en la LSA ninguna limitación en tal sentido ni está presente en la vigente LSC. En el plano contable, la emisora puede provisionar este gasto al modo en que se opera, por ejemplo, con el fondo de reversión (partida 144) del PGC en la cuantía que se determine, que no tiene por qué coincidir con el límite de la reserva de libre disposición. De hecho, en la práctica anglosajona, normalmente, se constituye un fondo que permita el rescate de las acciones.

la financiación de la prima, que constituye otro aspecto fundamental en la regulación de la Directiva CEE, hasta el punto de que lo configura como una condición mínima de inexcusable observancia. Conviene recordar a estos efectos que el artículo 39.g) de la referida norma comunitaria exige que el valor de la prima sólo puede ser deducido de las sumas distribuibles de conformidad con el apartado 1 del artículo 15 de la Segunda Directiva CEE (que se refiere a los requisitos para proceder al reparto de dividendos con cargo al beneficio del ejercicio o a reservas de libre disposición), o de una reserva, distinta a la prevista en la letra e) del artículo 39 (que hemos estudiado), que, salvo en casos de reducción del capital suscrito, no podrá ser distribuida entre los accionistas; esta reserva solamente podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas, para cubrir gastos de constitución o para sufragar gastos de emisión de acciones y obligaciones, o para realizar el desembolso de primas en favor de los titulares de acciones y obligaciones que se vayan a recuperar. En realidad, parece que el precepto comunitario abre y cierra su redacción aclarando de modo reiterativo que de la reserva en cuestión se deduce el pago de la prima o que la reserva sirve para efectuar el pago de la prima. En cualquier caso, debe resaltarse que no está prevista la creación en nuestro Derecho de sociedades anónimas la creación de esta nueva reserva, con lo que la financiación de primas de rescate, no disciplinada expresamente en la reforma de la LSA de 1989, en principio, deberá proceder —de admitirse su existencia— de los beneficios del ejercicio con las limitaciones impuestas en el artículo 273 de la LSC, que son trasunto del artículo 213 de la LSA de 1989 y, en último término, del artículo 15.1. de la Segunda Directiva CEE⁽²⁰⁵⁾.

3. Efectos del rescate y reducción del capital

Como es sabido, las acciones rescatables se adquieren para proceder a su amortización, sin que quepa la posibilidad de constituir con estos valores autocartera alguna, dado que, como ya señalara la CA, *the shares are treated as cancelled*⁽²⁰⁶⁾. De tal anulación de acciones habrá que inferir, lógicamente, la necesaria reducción de la cifra de capital social, a diferencia de lo que ha acontecido por largo tiempo en el sistema anglosajón debido a la distinción que existía entre los conceptos de *issued share capital* y *authorised capital*, si bien tal especificidad, como sabemos, ha desaparecido con la reciente reforma, según se indicó oportunamente. Esta reducción de capital está expresamente prevista (artículo 92 *ter*.3 de la extinta LSA de 1989) para el caso de que no existan medios patrimoniales libres en orden a financiar el rescate, lo cual es absolutamente coherente. Ahora bien, el artículo 501 LSC guarda silencio acerca de la necesidad de reducir capital si la sociedad amortizara las acciones con cargo a medios patrimoniales libres, entre los que hay que incluir el producto obtenido por la emisión de nuevas acciones. En consecuencia, como ya se apuntó por la doctrina hace algún

⁽²⁰⁵⁾ Aclara la DGRN en su resolución de 31 de agosto de 1993 (RJ 1993\6918) que las reservas voluntarias abarcan inequívocamente las primas de emisión, tal y como se infería del tenor del artículo 157 de la LSA, criterio que se mantiene en el artículo 303 LSC, dado que se trata de partidas del pasivo distintas del capital social, pero representativas de recursos propios.

⁽²⁰⁶⁾ *Vid. Section 688 (a) CA.*

tiempo, podría entenderse, a efectos discursivos, que si el último párrafo del artículo 501 es el único que se refiere a la reducción de capital es porque en los demás casos el rescate no comporta reducción alguna ⁽²⁰⁷⁾. Sin embargo, esta hipótesis no puede prosperar en modo alguno porque implicaría una vulneración del artículo 1.3 de la LSC, que exige para la sociedad anónima que su capital esté dividido en acciones, cerrándose la vía a la posibilidad de que una fracción o determinado porcentaje del capital nominal no estuviere representado en acciones. En el Derecho de origen de la figura sí era posible disminuir la cifra del «capital emitido» sin reducir el «capital nominal» y sin acuerdo de la Junta general, pero en nuestro sistema todo rescate de acciones redimibles origina una reducción de la cifra de capital social y toda reducción requiere el preceptivo acuerdo de la Junta general ⁽²⁰⁸⁾.

4. Amortización de acciones rescatables con cargo a medios patrimoniales libres y reflejo contable en sus diferentes supuestos

Sin duda, resulta comprensible que la utilización de beneficios o de reservas libres pueda llegar a convertirse en el medio más frecuentemente utilizado para la ejecución del rescate. Sin embargo, ello implica la constitución de una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas.

El rescate, como es sabido, puede ser solicitado por la sociedad emisora, por los titulares de estas acciones o por ambos (*vid.* art. 500.1 LSC). En el caso de que el rescate se atribuyera exclusivamente a la sociedad emisora, los valores rescatados tendrían contablemente la consideración de instrumentos de patrimonio propio en el nuevo Plan General de Contabilidad de 2007 ⁽²⁰⁹⁾. Ahora bien, en los demás supuestos de rescate, dichos instrumentos parece que han de tener la consideración de pasivos financieros. De este modo, en función del carácter de las acciones rescatables como instrumentos de patrimonio propio o como instrumentos de pasivo se procederá o no, según sea el supuesto, a la reducción del capital social.

Por otro lado, hay que considerar el dato de que esta modalidad de rescate se caracteriza por el empleo de fondos que ya existen en el patrimonio social y que no resultan indisponibles. Por tal razón, el uso de tales fondos no puede afectar a la cifra de cobertura del capital social existente ni a ninguna otra reserva indisponible. En tal sentido, ha de insistirse en que el artículo 501.2 LSC advierte que esta modalidad de rescate implicará que «la sociedad deberá constituir una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas», independientemente de si forman parte del patrimonio neto o del pasivo financiero.

En el supuesto de que las acciones que se rescatan sean parte del patrimonio neto se produce una reducción del capital. Sin embargo, no cabe hablar de una reducción

⁽²⁰⁷⁾ *Vid.* PAZ-ARES, «Negocios...», cit., p. 530.

⁽²⁰⁸⁾ Una tesis contraria a la expuesta puede verse en FERNÁNDEZ DEL POZO, «Las acciones...», cit., p. 1.169.

⁽²⁰⁹⁾ *Cfr.* Norma 9.^a de registro y valoración, Segunda Parte del Plan General de Contabilidad.

efectiva del capital de la compañía, dado que no existe una devolución de aportaciones a los socios que afecte a los bienes acotados o retenidos por la cifra del capital. Se trata, más propiamente, de una mera reducción contable de la cifra de cobertura. No se exige la aplicación de los requisitos propios de toda reducción de capital, es decir, no es preciso dar curso a los trámites de publicidad y oposición de los acreedores, ya que una cifra igual a la reducción de capital operada se transfiere a otra partida indisponible del pasivo, que no es otra que la reserva estudiada anteriormente.

Los eventuales acreedores sociales continúan disfrutando de la misma cifra de patrimonio neto si se suman los guárrismos correspondientes al capital social (ahora reducido) y a la nueva reserva indisponible por la anulación de acciones rescatables, con lo que sus garantías, en este contexto, no quedarían mermadas.

La emisión y rescate con cargo a medios libres podrían quedar reflejados contablemente en el balance de la sociedad anónima X con una estructura simplificada a través del siguiente ejemplo sencillo, en el que quedarían evidenciados contablemente los extremos que venimos comentando, tanto en el supuesto de que el rescate lo sea a solicitud de la emisora o de los socios. Las características de esta hipotética emisión serían las siguientes: 1.^ª) Emisión de 1.000 acciones rescatables de 80 € de valor nominal cada una, con un valor de emisión al 110%; 2.^ª) Rescate a los 5 años.

De modo que, según el cauce en que se produzca el rescate, desde el plano contable tendríamos:

a) Emisión de acciones rescatables con rescate a solicitud de la sociedad emisora y con cargo a beneficios o a reservas libres:

EMISIÓN DE ACCIONES RESCATABLES

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción		Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
88.000 €	(190) Acciones emitidas	a	(194) Capital emitido pendiente de inscripción	88.000 €

Como el rescate recae sobre la sociedad emisora las acciones se consideran instrumento de patrimonio propio, por lo que el importe de la emisión (valor de emisión) integra el patrimonio neto de la sociedad (capital social y prima de emisión).

SUSCRIPCIÓN DE LA TOTALIDAD DE LAS ACCIONES
RESCATABLES EMITIDAS

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción		Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
88.000 €	(192) Supcriptores de acciones	a	(190) Acciones emitidas	88.000 €

DESEMBOLSO POR SUSCRIPTORES

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción		Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
88.000 €	(57) Tesorería	a	(192) Suscriptores de acciones	88.000 €

INSCRITO EL ACUERDO DE AUMENTO DE CAPITAL

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción		Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
88.000 €	(190) Acciones emitidas pendientes de inscripción	a	(100) Capital social	88.000 €
			(110) Prima de Emisión	8.000 €

Las acciones rescatables quedan así contablemente asentadas.

En el momento del rescate, según exige el artículo 501.2 LSC⁽²¹⁰⁾, si la amortización se realiza «con cargo a beneficios o a reservas libres, la sociedad deberá constituir

⁽²¹⁰⁾ Desde otro punto de vista, *cf.* VILLACORTA, «Contabilización de las acciones rescatables», *Plan Contable*, junio, 2010, p. 17, que propone la creación de una subcuenta para el registro contable de las acciones rescatables como pasivo exigible de la sociedad emisora, concretamente la subcuenta (1502) «Acciones rescatables con naturaleza de pasivo financiero» que se presentarían en el apartado VII «Deudas con características especiales a largo plazo» del título B) Pasivo no corriente del PGC 2007.

una reserva por el importe nominal de las acciones amortizadas», que bien podría registrarse a través de la subcuenta (1145) «Reserva por amortización de acciones rescatables» que se incluiría en el epígrafe III Reservas, del apartado A-1) Fondos Propios, del título A) Patrimonio neto del actual modelo de presentación de cuentas anuales del PGC 2007. Por lo que el registro contable quedaría como sigue:

RESCATE DE LAS ACCIONES

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
80.000 €	(100) ⁽²¹¹⁾ Capital Social		
80.000 €	(129) Resultado del Ejercicio		
		a (57) Tesorería	80.000€
		(1145) Reservas por amortización de acciones rescatables	80.000€

En el caso en el que la amortización se realizase con cargo a reservas el asiento contable sería exactamente el mismo, sustituyendo la cuenta (129) «Resultado del Ejercicio» por la partida (113) «Reservas voluntarias».

El Balance de Situación anterior al rescate de acciones con cargo a beneficios sería, en este ejemplo, el siguiente:

⁽²¹¹⁾ Otro reflejo contable se sugiere en VILLACORTA, «Contabilización...», cit., con la creación de una subcuenta para el registro contable de las acciones rescatables como pasivo exigible de la sociedad emisora, concretamente la subcuenta (1502) «Acciones rescatables con naturaleza de pasivo financiero» que se presentarían en el apartado VII «Deudas con características especiales a largo plazo» del título B) Pasivo no corriente del PGC 2007.

ACTIVO (en miles de euros)		PATRIMONIO NETO Y PASIVO (en miles de euros)	
Activo no corriente	457.500	Patrimonio Neto	403.000
Activo corriente	200.500	Capital Social	200.000
Existencias	65.000	Prima de Emisión	8.000
Deudores	27.500	Reserva Legal	40.000
Tesorería	108.000	Resultado del ejercicio	155.000
		Pasivo	255.000
Total	658.000	Total	658.000

Situación posterior a la amortización de acciones rescatables:

ACTIVO (en miles de euros)		PATRIMONIO NETO Y PASIVO (en miles de euros)	
Activo no corriente	457.500	Patrimonio Neto	323.000
Activo corriente	120.500	Capital Social	120.000
Existencias	65.000	Prima de Emisión	8.000
Deudores	27.500	Reserva Legal	40.000
Tesorería	28.000	Resultado del ejercicio	75.000
		Reservas especiales	80.000
		Pasivo	255.000
Total	578.000	Total	578.000

b) Emisión de acciones rescatables y subsiguiente rescate a solicitud de los titulares de las acciones y con cargo a beneficios o a reservas libres:

EMISIÓN DE ACCIONES RESCATABLES

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción		Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
			(199)	
88.000 €	(195) Acciones o participaciones emitidas consideradas como pasivos financieros	a	Acciones o participaciones emitidas consideradas como pasivos financieros pendientes de inscripción	88.000 €

Dado que el rescate recae sobre los titulares de las acciones el importe de la emisión (valor de emisión) ha de tener la consideración de pasivo financiero y no integra el capital social (patrimonio neto) de la sociedad.

SUSCRIPCIÓN DE LA TOTALIDAD DE LAS ACCIONES RESCATABLES EMITIDAS

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción		Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
88.000 €	(197) Suscriptores de acciones consideradas pasivos financieros	a	(195) Acciones o participaciones emitidas consideradas como pasivos financieros	88.000 €

DESEMBOLSO POR SUSCRITORES

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción		Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
88.000 €	(57) Tesorería	a	(197) Suscriptores de acciones consideradas pasivos financieros	88.000 €

INCRIPCIÓN DEL ACUERDO

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción		Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
88.000 €	(199) Acciones o participaciones emitidas consideradas como pasivos financieros pendientes de inscripción	a	(150) Acciones o participaciones a largo plazo consideradas como pasivos financieros	88.000 €

Las acciones rescatables quedan finalmente registradas por su valor de emisión (nominal más prima) en la cuenta con la rúbrica «(150) *Acciones o participaciones a largo plazo consideradas como pasivos financieros*» que se presenta entre las del pasivo no corriente por el importe de la deuda contraída a largo plazo, puesto que hay que considerar que se trata de una financiación ajena en lugar de propia.

Contablemente, cuando reste un año para el rescate de las acciones, se traspasaría al corto plazo el importe de la deuda que se va a amortizar, lo cual quedaría reflejado del modo que sigue:

EJERCICIO ANTERIOR AL DEL RESCATE

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción		Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
88.000 €	(150) Acciones o participaciones a largo plazo consideradas como pasivos financieros	a	(502) Acciones o participaciones a corto plazo consideradas como pasivos financieros	88.000 €

Una vez verificado el rescate, la reserva a que se refiere el artículo 501.2 LSC quedaría reflejada contablemente, como ya se adelantó, a través de la subcuenta (1145) «Reserva por amortización de acciones rescatables», que se incluiría en el epígrafe III Reservas, del apartado A-1) Fondos Propios, del título A) Patrimonio neto del actual modelo de presentación de cuentas anuales del PGC 2007. En tal sentido, el registro contable sería:

RESCATE DE LAS ACCIONES

Importes en el Debe	Cuenta del PGC 2007 y Descripción		Cuenta del PGC 2007 y Descripción	Importes en el Haber
88.000 €	(502) Acciones o participaciones a corto plazo consideradas como pasivos financieros			
80.000 €	(129) Resultado del Ejercicio	a	(57) Tesorería	88.000 €
			(1145) Reservas por amortización de acciones rescatables	80.000 €

En caso de que la amortización se realizase con cargo a reservas el asiento contable sería exactamente el mismo, salvo que habrá que sustituir la cuenta (129) «Resultado del Ejercicio» por la partida (113) «Reservas voluntarias».

El Balance de Situación anterior al rescate de acciones con cargo a beneficios queda, en este ejemplo, así:

ACTIVO (en miles de euros)		PATRIMONIO NETO Y PASIVO (en miles de euros)	
Activo no corriente	457.500	Patrimonio Neto	395.000
Activo corriente	192.500	Capital Social	200.000
Existencias	65.000	Reserva Legal	40.000
Deudores	27.500	Resultado del ejercicio	155.000
Tesorería	100.000	Pasivo	255.000
Total	650.000	Total	650.000

Finalmente, la situación posterior a la amortización de acciones rescatables sería la que sigue:

ACTIVO (en miles de euros)	PATRIMONIO NETO Y PASIVO (en miles de euros)
Activo no corriente 457.500	Patrimonio Neto 395.000
Activo corriente 104.500	Capital Social 200.000
Existencias 65.000	Reserva Legal 40.000
Deudores 27.500	Resultado del ejercicio 75.000
Tesorería 12.000	Reservas especiales 80.000
	Pasivo 167.000
Total 562.000	Total 562.000

5. *Amortización de acciones rescatables con el producto de una nueva emisión de acciones*

Sin perjuicio de reconocer que se trata, en definitiva, de otra modalidad de financiación con medios patrimoniales libres conviene que se haga un tratamiento de la misma de forma separada por su problemática específica. Esta posibilidad viene reconocida en el artículo 501.1 de la LSA, con la exigencia de que la Junta general adopte el acuerdo de emitir nuevas acciones con la finalidad de financiar la operación de amortización, sin que la norma prohíba que tales acciones emitidas sean de la misma categoría. La derogada CA 1985, que ya admitía la financiación de las *redeemable shares out of the proceeds of a fresh issue made for the purposes of the redemption* ⁽²¹¹⁾ sirvió de precedente a la Segunda Directiva CEE, cuyo artículo 39 d) recoge la fórmula de manera literal. El artículo 47 o. 3. del Anteproyecto de 1987 no se apartó de este línea, y la propuesta elaborada por la «Comisión especial» omitió este tipo de financiación.

Dado que se produce un aumento y subsiguiente reducción del capital de la sociedad cabría admitir que estamos en presencia de una suerte de «operación de acordeón» en la que se invierte el proceso y en donde se emiten nuevas acciones, con o sin cláusula de rescate, a fin de obtener los recursos necesarios que permitan la devolución de aportaciones con las que se financie el rescate de las acciones que se anulan y la subsiguiente reducción de capital.

(211) *Vid. Section 160 (A).*

Decimos en este lugar lo mismo que se argumentó *supra* sobre el acuerdo de emisión, es decir, que desde un punto de vista práctico la economía de costes y tiempo aconsejen la adopción simultánea⁽²¹²⁾ de ambos acuerdos (aumento/reducción), dado que si coinciden en la misma cuantía cabría pensar que la cifra del capital social permanece inalterada, ya que se produciría un aumento efectivo de capital con entrada en el patrimonio social de nuevas aportaciones y una reducción de capital con el consiguiente reembolso a favor de los titulares de acciones rescatables y la amortización de estas últimas, sustituyendo las nuevas acciones a las anuladas.

Ahora bien, a nadie se esconde que en esta doble operación de aumento/reducción no se da una interdependencia en la que haya una explícita interconexión de acuerdos como ocurre con la figura de la reducción y aumento simultáneos prevista en la LSC. En este último caso existe un condicionamiento recíproco que hace que los acuerdos se adopten sin solución de continuidad⁽²¹³⁾, en tanto que en el supuesto del artículo 501.1 no concurre tal circunstancia. En todo caso, y aunque ambos acuerdos gocen de autonomía jurídico-sustantiva⁽²¹⁴⁾, conviene, por las razones apuntadas, que cronológicamente esa simultaneidad se materialice en un solo acuerdo de aumento y reducción o, si ello no fuere factible, en dos acuerdos separados adoptados en la misma Junta. En el plano discursivo nada impide, sin embargo, plantear la operación con total independencia en la adopción de acuerdos en Juntas separadas, prescindiendo de las ventajas de la votación conjunta y unitaria. De optarse por esta segunda alternativa es evidente que ello conllevaría una elevación de la cifra del capital para, posteriormente, proceder a su disminución.

Si se realiza la operación con carácter simultáneo y partiendo de la base según la cual lo que se aumenta, al menos, coincide con lo que se disminuye, no cabe duda de que el patrimonio de la sociedad permanece inalterado, pues el rescate se financia con aportaciones nuevas, no con elementos patrimoniales preexistentes. En consecuencia, la LSC no prevé la constitución de reserva indisponible alguna para este supuesto y, como no se trata de una reducción efectiva de capital que implique devolución de aportaciones acotadas por la cifra de cobertura del capital, tampoco se exige el cumpli-

(212) La simultaneidad implica que ambos acuerdos se adopten al mismo tiempo (*cf.* ESPÍN GUTIÉRREZ, *La operación de reducción y aumento del capital simultáneos en la sociedad anónima*, Madrid, 1997, p. 149, y SÁNCHEZ ANDRÉS, «Aumento...», *cit.*, p. 378).

(213) Como se expone en SEQUEIRA MARTÍN, «La reducción y el aumento del capital simultáneos según el artículo 169 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. 2, Madrid, 1994, p. 1.022, «se trata de una operación única en la que las vicisitudes acaecidas a alguno de sus elementos repercute necesariamente sobre el otro, sin que pueda considerarse la permanencia aislada de uno de ellos si el otro no llega a producirse o producido deja después de existir o no se concreta su ejecución».

(214) *Vid.* el Fundamento de Derecho Segundo de la RDGRN de 21 febrero de 1991 (RA 1691).

miento de los trámites de publicidad y eventual oposición de los acreedores, pues éstos no ven mermadas sus garantías⁽²¹⁵⁾.

6. *Amortización de acciones rescatables mediante devolución de aportaciones y reducción efectiva de capital*

Para el caso de que no hubiese beneficios o reservas libres suficientes ni tampoco producto alguno procedente de una nueva emisión de acciones a fin de financiar la operación de rescate prevé el artículo 501.3 de la LSC que «sólo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones». Para este supuesto parece que serán de aplicación los artículos 318, 319 y ss. LSC y, más específicamente, los requisitos previstos en materia de publicidad del acuerdo de reducción de capital, así como los relativos al derecho de oposición de los acreedores, que constituyen mecanismos de tutela de los mismos, por tratarse de un rescate que se hace con cargo al patrimonio vinculado o «capital exuberante», como lo denomina el artículo 2.445 del *Codice civile* italiano. La justificación de la aplicación del referido régimen legal se halla en que estamos ante una reducción «real» o «efectiva» del capital de la sociedad por responder a una de las finalidades recogidas en el artículo 317.1 LSC y, en consecuencia, se están destinando al rescate elementos patrimoniales «retenidos» por la cifra del capital social, que son por definición indisponibles⁽²¹⁶⁾. Así las cosas, en virtud de la reducción se opera, en cierto modo, una liquidación parcial de la sociedad⁽²¹⁷⁾ y quedan sustraídos del vínculo de cobertura propio del capital determinados elementos patrimoniales, sin que se les sujete a otro vínculo de indisponibilidad que se refleje en el pasivo del balance, como

(215) Podría ocurrir que la suscripción de las nuevas acciones fuera incompleta, con lo que no habría suficientes recursos para financiar el rescate. A este respecto se apuntaba ya en ALONSO LEDESMA, «La reforma...», cit., p. 44, como posible solución la aplicación del artículo 161 de la antigua LSA de 1989, lo que implicaría, en definitiva, que el déficit de financiación quedaría cubierto con la devolución de aportaciones (como se prevé con la restitución de las aportaciones prevista en el artículo 508.2 LSC) mediante una efectiva reducción del capital de la sociedad, lo que implicaría, naturalmente, la aplicación del régimen legal propio de tal reducción con observancia de las reglas previstas en defensa del interés de los acreedores. En este supuesto se daría una combinación de modalidades del rescate, con la consiguiente aplicación paralela o concurrente del régimen jurídico específico de cada una de ellas.

(216) No se trata, pues, de una mera reducción de carácter «nominal» o «contable», pues con la ejecución del acuerdo hay una parte del patrimonio social que en principio era indisponible y ahora no lo es. El efecto inmediato se materializa en que se produce un trasvase de recursos patrimoniales desde el patrimonio social al patrimonio del socio. En cambio, como explica SÁNCHEZ DE MIGUEL, «La reducción del capital social: Modalidades y requisitos», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. 2, Madrid, 1994, p. 755, la reducción nominal tiene como fin adecuar la cifra del capital a la verdadera situación patrimonial, que contablemente se designa como activo neto [*vid.* por todos a PÉREZ DE LA CRUZ (con la colaboración de AURIOLES MARTÍN), «La reducción...», cit., p. 17, y SÁNCHEZ ANDRÉS, «Aumento...», cit., p. 375).

(217) *Vid.* DE LA CÁMARA, *El capital...*, cit., p. 515.

veíamos que acontecía, v. gr., con la reserva indisponible prevista en el apartado 2 del artículo 501 LSC⁽²¹⁸⁾.

Finalmente, verificado el rescate con la consiguiente amortización de acciones tendrá que procederse a la publicidad del mismo de conformidad con la exigencia contenida en el artículo 39 h) de la Segunda Directiva CEE que, a su vez, se remite al artículo 3 de la Primera Directiva 68/151/CEE, de 9 de marzo de 1968. Sin embargo, la reforma de la LSA de 1989 en materia de acciones rescatables, y ahora la LSC, guardó silencio sobre tal extremo de inexcusable observancia, lo que, en opinión de un autorizado sector de la doctrina, obligará a que esta insuficiente disciplina se complete, en lo posible, a través de una futura reforma del Reglamento del Registro Mercantil⁽²¹⁹⁾, lo cual debe estimarse insuficiente ante las significativas carencias y silencios de la actual regulación de las acciones rescatables en otros aspectos y extremos fundamentales. Todo ello contrasta con el interés evidenciado por el legislador para reformar, en su día, la LSA de 1989 en parcelas que no reclamaban su modificación con la prontitud con que en su momento se procedió, sin que se presuma que los cambios operados respondieran a razones de naturaleza jurídico/científica reclamadas por la propia disciplina societaria⁽²²⁰⁾.

II. BIBLIOGRAFÍA

AGUILERA RAMOS, «Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, II, volumen 1.º, Madrid, 1994.

ALEXANDER y ARCHER, *Miller International Accounting / Financial Reporting Standards Guide, CCH Tax and Accounting* 0, 2006.

ALONSO ESPINOSA, «Configuración estatutaria de las acciones», *RGD*, julio-agosto, 1990.

ALONSO LEDESMA, «La reforma de la sociedad cotizada», *RdS*, 1999.

⁽²¹⁸⁾ Cfr. LÓPEZ SÁNCHEZ, «Reducción del capital y protección de los acreedores sociales», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. 2, Madrid, 1994, p. 828.

⁽²¹⁹⁾ Así, SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad...*, cit., p. 34 (nota 22), aboga por la necesaria reforma del Reglamento del Registro Mercantil para completar ésta y otras lagunas más, aunque, según se explicita, «lo malo de estas reformas incompletas es que hacen necesario un desarrollo reglamentario sustantivo de cuerpos de Derecho privado a los que por naturaleza repugna tal procedimiento».

⁽²²⁰⁾ Recuérdese al respecto, por ejemplo, la disposición adicional única del Real Decreto-Ley 10/2008, de 12 de diciembre, relativa al cómputo de pérdidas en supuestos de reducción obligatoria de capital social en la sociedad anónima, con la clara especificación de que la reforma únicamente sería de aplicación en los dos ejercicios sociales que se computarían a partir de la entrada en vigor del citado Real Decreto-Ley. Otro supuesto que abona la idea expuesta se refleja en el cambio puntual del apartado segundo del artículo 105 de la LSA de 1989 en virtud de la Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se introdujo un régimen dispar en cuanto a la limitación del derecho de voto según que la sociedad anónima fuera o no cotizada, modificación que luego pasaría al artículo 515 de la LSC.

ANTILL y LEE, *Company Valuation under IFRS, Interpreting and Forecasting Accounts Using International Financial Reporting Standards*, Harriman House Limited, 2005.

ANDERSON y KEENAN, «Redemption and purchase of own shares», *Accountancy* (ISSN: 001-4664), 1987.

ANGULO RODRÍGUEZ, «Las obligaciones convertibles en acciones en el texto refundido de la Ley de Sociedades anónimas», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, tomo I, homenaje a Evelio Verdera Tuells, Madrid, 1994.

— «Tipos y cláusulas especiales en la financiación mediante emisión de obligaciones», *RDFHP*, 106-107, 1973.

ANTUNES, «Perspectives of Portuguese Corporation Law - System and Current Developments», *European Company and Financial Law Review*, v. 2, 2005.

APARICIO, Luis, «Los nuevos tipos de acciones», *El País*, 28 de febrero de 1999.

ARRANZ PUMAR, «Notas de actualidad. Mercado de Valores. Mercado de Valores», *DN*, 1998.

ARROYO, «El capital autorizado», *RDM*, 1985.

ASCENSÃO, José de Oliveira, *As Acções in Direito dos Valores Mobiliários* (obra colectiva), vol. II, Coimbra, 2000

BALLANTINE, *On Corporation*, Chicago, 1946.

BUMS, *Company Law Reform in Germany*, en <www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/paper100.pdf>.

BAUMS, T. y KIEM, R., «Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital», *Arbeitspapiere*, núm. 118, Institut für Bankrecht, Frankfurt am Main, 2003.

BELTRÁN SÁNCHEZ, «Las clases de acciones como instrumento de financiación de las sociedades anónimas», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, homenaje a Evelio Verdera Tuells, t. I, Madrid, 1994.

BERCOVITZ, A., «El derecho del mercado de capitales», *RDBB* núm. 29, 1988.

BERGAMINO, «Il recesso dei soci in società di capitali: fattispecie derogabili e fattispecie statutarie», *Rivista La Pratica Forense*, en <<http://www.lapratifaforense.it/articolo>>.

BÉRGAMO, *Sociedades Anónimas (Las acciones)*, I, Madrid, 1970.

BERLE y MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932.

BERTRÁN MENDIZÁBAL, «Las sociedades en pérdidas: especial referencia a la normativa del Mercado de Valores», en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, t. I, homenaje a Evelio Verdera Tuells, Madrid, 1994.

BESLEY y BRIGHAM, *Essentials of Managerial finance*, Thomson South-Western, 2005.

BIRDS, «Report from the United Kingdom», *European Company Law*, v. 3, 2006, 1.^a ed., pp. 47-50.

BLANCO CAMPAÑA, «La adquisición por la sociedad de sus propias acciones», *RDBB*, 1981.

BOIZARD, «L'abus de minorité», en *Rev. Soc.*, 1988.

BOYLE & BIRD, *Company Law*, Bristol, 2004.

BURGESS, *Corporate Finance Law*, Londres, 1992.

BROSETA PONT, «Acciones: clases y régimen jurídico», en AA.VV., en *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987.

BROSETA PONT y MARTÍNEZ SANZ, *Manual de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 2009.

BRUNETTI, *Trattato del Diritto delle società*, II, Milán, 1948.

BUXBAUM/HOPT, *Legal Harmonization and the Business Enterprise: Corporate and Capital Market Law Harmonization Policy in Europe and the USA*, Berlín, 1988.

CAEIRO y NOGUERIA, *Código comercial. Código das sociedades comerciais. Legislação complementar*, Coimbra, 1988.

CALVOSA, L., *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milán, 1995.

CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. Diritto delle Società*, Turín, 1999.

CEA GARCÍA, *Análisis contable de la reversión de activos*, Madrid, 1990.

CHAMORRO DOMÍNGUEZ, *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid, 2007.

CHAVES RIVAS, «Condena a la emisión de declaraciones de voluntad: Aspectos sustantivos y procesales», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 696, 2006.

CHEFFINS, *Company Law*, Londres, 1997.

CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2006.

CLARK, *Corporate Law*, Boston, 1986.

CLAUDE, «Redeeming your preferred stocks in France», *IFLR*, vol. XIII, 1994.

CONAC, «The New French Preferred Shares: Moving Towards a More Liberal Approach», en *ECFR*, 2005, <<http://www.atypon-link.com/WDG/doi/pdf/10.1515/ecfr.2005.2.4.487>>.

CORDONNIER, «L'unification des actions de capital et des actions de jouissance», *J. Soc.*, 1947.

COURTNEY, *The Law of Private Companies*, Dublín, 2002 (reimpresión, 2003).

CUESTA RUTE, «Clases especiales de acciones y su problemática», en *Revista de Derecho Financiero y Hacienda Pública*, 1973.

DANA-DEMARET, *Le capital social*, París, 1998.

DE LA CÁMARA, *Estudios de Derecho mercantil*, I, Jaén, 1977.

— *Estudios de Derecho Mercantil*, I, vol. 2, Madrid, 1978.

— *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*, Madrid, 1996.

DE LA VEGA BENAYAS, *Teoría, aplicación y eficacia de las normas del Código civil*, Madrid, 1976.

DE LA VEGA JIMÉNEZ/MONGE LOZANO/DOMÍNGUEZ CASADO, «Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables», *AF*, 1999.

DI SABATO, *Manuale delle Società*, Turín, 1990.

DOMÍNGUEZ GARCÍA, «La obligación como título. El sindicato de obligacionistas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, Madrid, 1994.

DUQUE, «Introducción a la protección de los derechos del accionista frente a los acuerdos de la mayoría», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, II, v. I, Madrid, 1994.

ANTUNES, Engrácia, «An economic analysis of portuguese corporation law —system and current development—», en <http://www.estig.ipbeja.pt/~ac_direito/antunes.pdf>.

ESPÍN GUTIÉRREZ, *La operación de reducción y aumento del capital simultáneos en la Sociedad Anónima*, Madrid, 1997.

— «La nueva regulación del capital-riesgo en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre», *RdS*, 26, 2006.

EVERS, *Le rachat d'actions propres: Aspects financiers, juridiques, comptables et fiscaux*, Bruselas, 2001.

FARRAR, *Company Law*, Londres-Edimburgo, 1998.

FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, *Introducción a las finanzas*, Madrid, 1994.

FERNÁNDEZ DEL POZO, «Las acciones rescatables o redimibles», *La Ley*, 1990-4.

— *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, «El capital autorizado», en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas*, III, v. 1, Madrid, 1994.

— «La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas», en AA.VV., *La Sociedad Cotizada*, Madrid, 2006

FERNÁNDEZ y GARCÍA OLALLA, *Las decisiones financieras de la empresa*, Barcelona, 1992.

FERRARA jr./CORSI, *Gli Imprenditori e le Società*, Milán, 1992.

FERRI, «La tutela delle minoranze nelle società per azioni», *Dir. prat. com.*, 1932, I.

FOX/BOWEN, *The Law of private companies*, Londres, 1991.

FREE, *Società pér azioni*, Berlire, 1973.

GARCÍA RUBIO, *Comentarios al Código Civil*, AA.VV., Valladolid, 2010.

GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las acciones rescatables», *La Ley*, 1999.

GARCÍA LUENGO/SOTO VÁZQUEZ, *El Nuevo Régimen Jurídico de la Sociedad Anónima*, Granada, 1991.

GARCÍA-CRUCES, «La eficacia jurídica del Derecho comunitario de sociedades no desarrollado en la legislación interna», *ADC*, t. XLV, f. I, 1992.

— «Las acciones rescatables», *La Ley*, 1999.

— «Consideraciones en torno a la Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en materia de Sociedades», *RDM*, 202, 1991, pp. 731 y ss.

GARRIDO PALMA, «Autonomía de la voluntad y principios configuradores. Su problemática en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada», en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, II, Madrid, 1996.

GARRIGUES, *Curso de Derecho Mercantil*, I, 1976.

GARRIGUES y URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, tomos I y II, Madrid, 1953.

GINER, «La naturaleza económica y contable del fondo de reversión», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, julio-septiembre, 1991.

GIRÓN TENA, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952.

— *Derecho de Sociedades*, t. I, Madrid, 1976.

GÓMEZ MENDOZA, «Algunas cuestiones en materia de acciones y obligaciones en el proyecto de estatuto de sociedad anónima europea», en AA.VV., *Estudios y textos de Derecho de sociedades de la Comunidad Económica Europea*, dirigido por GIRÓN TENA, Madrid, 1978.

— «Acciones sin voto», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, Madrid, 1994.

— «Acciones sin voto», *RdS*, 1999-2.

GOWER'S, *Principles of modern company Law*, Londres, 1992.

HENN/ALEXANDER, *Laws of corporations and other bussines enterprises*, 3.^a ed., St. Paul, Minn., 1983.

HOPKINS, *The effect of financial statement classification of mandatorily redeemable preferred stock on financial analysts' stock price judgements: an experimental analysis*, University of Texas, Dissertation Abstracts I-A 7/02, 1996.

HOWELLS, P.; BAIN, K., *The economics of money, banking and finance*, 2.^a ed., Prentice Hall, 2002.

IGLESIAS PRADA, «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», en AA.VV., *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1980.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ, «La acción como parte del capital y como conjunto de derechos», *DN* (1990-1991).

JIMÉNEZ SÁNCHEZ y DÍAZ MORENO, «Apuntes de urgencia sobre las modificaciones introducidas en al Ley Cambiaria y del Cheque por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma del Mercado de Valores», *RDBB*, 1998.

JOHNSON & McLAUGHLIN, *Corporate finance and the Securities Laws*, Aspen, 2006.

KARMEL, «Is it time for a Federal Corporation Law?», *BLR*, 1991.

KEENAN y RICHES, *Bussiness Law*, Londres, 2002.

KIRCHNER y SALINAS, *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Valencia, 1999.

LENER, *Dizionario delle Societá*, Milán, 1997.

LEVI y SEGAL, «The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on Firms' Decision to Issue Hybrid Securities», 2005, en *SSRN*: <<http://ssrn.com/abstract=861685>>.

LEYTE, «The regimen of capital maintenance pertaining to public companies, its reform and alternatives», *European Bussines Law Review*, abril, 2004, pp. 86-92.

LOJENDIO OSBORNE, «Aportaciones sociales», en *Comentario al régimen legal de las Sociedades mercantiles*, t. III, v. 3.^o, dir. por Uría, Menéndez, Olivencia, Madrid, 1994.

LÓPEZ SÁNCHEZ, «Reducción del capital y protección de los acreedores sociales», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. 2, Madrid, 1994.

MAHONEY y WEINSTEIN, «The appraisal remedy and merger premiums», en *American Law and Economics Review*, v. 1, 1999, pp. 239-275.

MAITLAND-WALKER, *Guide to European Company Laws*, Londres, 1997.

MARTÍN GARCÍA, «Acciones sin voto y acciones rescatables», en AA.VV., *La Sociedad Cotizada*, Madrid, 2006.

MARTÍN PASTOR, «La ejecución provisional y las condenas a emitir una declaración de voluntad», *Práctica de Tribunales, Revista de Derecho Procesal Civil y Mercantil*, núm. 49, 2008.

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, «Derecho de información del accionista e instrumentos y obligaciones de información de la sociedad», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F./FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L./QUIJANO GONZÁLEZ, J./ALONSO UREBA, A./VELASCO SAN PEDRO, L./ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, tomo I, Madrid, 2006.

MARTÍNEZ NADAL, *El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima*, Madrid, 1996.

MASSAGUER, «El capital nominal», *RGD*, julio-agosto, 1990.

MAYSON, FRENCH & RYAN, *Company Law*, Londres, 1989-99, pp. 241 y ss.

McCORMICK & CREAMER, *Hybrid Corporate Securities: International Legal Aspects*, Londres, 1987.

MENÉNDEZ BELTRÁN, «Las acciones sin voto», en Uría, Menéndez y Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1.^º, Madrid, 1994.

MENÉNDEZ MENÉNDEZ, «Absentismo de los accionistas y desequilibrio de poder en la sociedad anónima», *Estudios homenaje a F. De Castro*, II, Madrid, 1988.

MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Introducción, en AA.VV., *La reforma del Derecho español de las sociedades de capital*, Madrid, 1987.

MERCADAL-JANIN, *Mémento Lefèbvre. Sociétés commerciale*, París, 2005.

MERLE, *Droit commercial. Sociétés commerciales*, París, 1996.

MESTRE, «L'égalité en droit des sociétés (Aspects de droit privé)», en *Rev. soc.*, 1989.

— «Les actions de préférence», *Revue Lamy droit des affaires*, núm. 78, 2005.

MORTIER, «Rachat d'actions et actions rachetables», *Rev. Sociétés*, núm. 3, 2004, p. 652.

MOTOS GUIRAO, «La separación voluntaria del socio en el Derecho mercantil español», *RDN*, 1956.

MURPHY, *Market perceptions of redeemable preferred stock: debt versus equity classification*, Dissertation Abstracts I-A 57/01, University of Kentucky, 1996.

NORTHEY & LEIGH, *Introduction to Company Law*, Londres, 1983.

OLECK, Howard L. (assisted by Winifred R. HIGGINS), *Modern corporation law*, v. 3: *Shareholders and third parties*, Indianápolis, 1959.

OTERO LASTRES, «Dividendos pasivos», en URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades Mercantiles*, tomo IV, vol. 1.^º, Madrid, 1994.

PAZ-ARES, «Negocios sobre las propias acciones», en AA.VV., *La reforma del Derecho español de las sociedades de capital*, Madrid, 1987.

PAZ-ARES, *¿Dividendos a cuenta de votos?*, Madrid, 1996.

— en Uría-Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, Madrid, 2006, tomo I.

PACIELLO, «Art. 2.437—sexies— Azioni riscattabili», *Società di capitali-Commentario*, (ed. Niccolini y D'Alcontres), Nápoles, 2004.

PENNINGTON, *Company Law*, Londres, 1990.

PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia/Zaragoza, 1973, p. 91.

PÉREZ DE LA CRUZ (con la colaboración de AURIOLES), «La reducción de capital», en Uría, Menéndez y Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. VII, v. 3.º, Madrid, 1995.

PERRINO, *La tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milán, 1997.

POLO SÁNCHEZ, «La reforma y adaptación de la Ley de Sociedades Anónimas a las Directivas de la Comunidad Económica Europea», en AA.VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991.

PORTALE, «Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto», *Riv. Soc.*, 1982.

POUTIANEN, «Shareholders and Corporate Governance», *European Business Law Review*, marzo-abril, 2001, pp. 67-75.

PRIME & SCANLAN, *The Law of Private Limited Companies*, Londres, Dublín, Edimburgo, 1996.

QUINTANA CARLÓ, «El capital social», en AA.VV., *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, dirigido por Ángel Rojo, Madrid, 1987.

RIPERT/ROBLOT, *Traité de Droit Commercial*, París, tomo I, 1996.

ROCA FERNÁNDEZ, «La delegación en los administradores del aumento de capital», *RdS*, 1996, núm. 4.

RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, «Reembolso y rescate de las obligaciones», en *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, coordinado por Alonso Ureba, Duque Domínguez, Esteban Velasco, García Villaverde y Sánchez Calero, Madrid, 1994.

RODRÍGUEZ VAZ FERREIRA, *Aquisição de ações próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, 1994.

SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, *El objeto social en la sociedad anónima*, Madrid, 1990.

SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*, Madrid, 1996.

SÁNCHEZ, A., «Acciones preferentes y acciones rescatables: Nueva regulación», en *Temas de actualidad*, núm. 71, 1998.

SÁNCHEZ ANDRÉS, «Aumento y reducción de capital», en AA.VV., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987.

SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid, 1990.

— «A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo», *RCDI*, 1992.

— «La acción y los derechos del accionista», en Uría, Menéndez y Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1, Madrid, 1994.

— «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentarios», *RDBB*, núm. 71, julio/septiembre de 1998.

— *Sociedad Anónima Modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid, 1999.

— «La sociedad anónima y el mercado», *RdS*, núm. 14, 2000.

SÁNCHEZ CALERO, «Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español», *RDBB*, 1991.

— «La división del capital en acciones», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. V, v. 1.º, *Capital y Acciones*, Madrid, 1994, pp. 15 y ss.

— *La Sociedad Cotizada en Bolsa en la evolución del derecho de sociedades* (Discurso leído el día 26 de marzo de 2001 en el Acto de su recepción como académico de número), Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001.

SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Instituciones de Derecho Mercantil*, I, Navarra, 2006.

SÁNCHEZ DE MIGUEL, «La reducción del capital social: Modalidades y requisitos», en AAVV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. 2, Madrid, 1994.

SCOTT SLORACH y ELLIS, *Business Law*, Londres, 2000.

SCHMITTHOFF, *Palmer's Company Law*, I, Londres-Edimburgo, 1987.

SEQUEIRA MARTÍN, «La reducción y el aumento de capital simultáneos según el artículo 169 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, 2, Madrid, 1994.

SIMON, *The new French Company Law between freedom of contract and mistrust*, en <www.università-bocconi.it>.

SMITH & KEENAN'S, *Company Law for Students*, Londres, 1993.

SPADA, «Primo Commento alla legge 7 giugno 1974, núm. 216: le azioni di risparmio», *Riv. Soc.*, 1974.

SUÁREZ LLANOS, «Sobre la separación de un socio en las sociedades de personas», *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje a R. Uría*, Madrid, 1978.

SUÁREZ SUÁREZ, *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Madrid, 1993.

TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padua, 1980.

TAPIA HERMIDA, Antonio, «La emisión de obligaciones», en *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, coordinado por Alonso Ureba, Duque Domínguez, Esteban Velasco, García Villaverde y Sánchez Calero, Madrid, 1994.

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, «Obligaciones convertibles en el Derecho español», en *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, v. II, coordinado por Alonso Ureba, Duque Domínguez, Esteban Velasco, García Villaverde y Sánchez Calero, Madrid, 1994.

TORRES ESCÁMEZ, *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas (Estudio de la legislación mercantil del mercado de valores)*, Madrid, 1992.

URÍA/MENÉNDEZ/GARCÍA DE ENTERRÍA, en Uría-Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, Madrid, 2006, tomo I.

VAN HILLE, Jean-Marie, *La société Anonyme*, Bruselas, 1990.

VELASCO ALONSO, *La separación del accionista*, Madrid, 1976.

VELASCO SAN PEDRO, «STS de 21 de marzo de 1986: Sociedades Anónimas: distinción entre amortización y reembolso de acciones. Relación entre reembolso y reducción del capital social. Aplicación del régimen general a las sociedades de economía mixta», *CCJC*, 1986.

— «La adquisición de acciones propias: problemas de política jurídica y tendencias legislativas», *RdS*, 11, 1999.

— *Negocios con acciones y participaciones propias*, Valladolid, 2000.

VENTURA RAÚL, *Estudios varios sobre las Sociedades Anónimas*, Coimbra, 1992.

VENTORUZZO, «Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition», *Texas International Law Journal*, Forthcoming, disponible en SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=556601>>.

VIANDIER, «Les actions de préférence», *Juris-Classeur Periodique*, núm. 40, 2004, núms. 8 a 10.

VICENT CHULIÁ, «El régimen de las acciones en el Proyecto de Ley de Reforma», en AA.VV., *El nuevo Derecho de las Sociedades de Capital*, dirigido por Quintana Carlo, Zaragoza, 1989.

— *Compendio Crítico de Derecho Mercantil*, t. I, v. 1.º, Barcelona, 1991.

VICENT CHULIÁ y SALINAS ADELANTADO, «Derecho de Sociedades y Mercado de Valores (Cambios en la Ley de Sociedades Anónimas introducidos por las

Leyes 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores y 50/1998 de 30 de diciembre de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social)», *La Ley*, 1999.

VILLACORTA, «Contabilización de las acciones rescatables», *Plan Contable*, junio, 2010.

VISSARA, «Présentation générale de l'ordonnance portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions», *Revue des Sociétés*, núm. 2004-03, núm. 9.

VITALI, «Classes of Shares redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of the Redeemable Shares», v. 10.2, *Electronic Journal of Comparative Law* (octubre 2006), <<http://www.ejcl.org>>.

WAINMAN, *Company Structures: Law, Tax and Accounting for Companies and Groups Growing Evolving*, Londres, 1995.

WARENDORF, THOMAS & WYMEERSCH, *Belgian company Law*, Bruylant, Editions juridiques, Netherlands, 1997.

WARSAME, *Tax planning and financial reporting costs: a study of the canadian market for redeemable preferred shares*, Calgary, Dissertation Abstracts I-A 57/01, 1996 (ISBN 0-612-0437-3).

YANES YANES, *Las acciones rescatables en la Sociedad Cotizada*, Madrid, 2004.

CRÓNICA

ALGUNAS CUESTIONES EN TORNO A LAS GARANTÍAS FINANCIERAS DEL REAL DECRETO-LEY 5/2005, DE 11 DE MARZO, TRAS SU PRIMER LUSTRO DE VIGENCIA

JUAN HORMAECHEA ALONSO

Abogado (*)

RESUMEN

El Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, introdujo importantes reformas en el derecho español de garantías, en concreto en lo que se refiere a las denominadas «garantías financieras». La complejidad de la materia que se regula y lo confuso de la redacción de varios de sus preceptos han suscitado abundantes críticas hacia esta norma por la doctrina y la jurisprudencia, así como muchas dudas sobre su aplicación práctica, tanto en lo que se refiere al ámbito de las obligaciones que se pueden garantizar mediante garantías financieras como al régimen de ejecución de las mismas y el ámbito de su protección concursal. En este artículo se analizan dichas cuestiones a la luz de la experiencia tras los más de cinco años transcurridos desde la entrada en vigor de esta norma y las escasas, pero no por ello menos importantes, sentencias y autos judiciales que han tenido como objeto su interpretación en el ámbito concursal.

Palabras clave: *Garantías financieras, prenda, garantías con cambio de titularidad, operaciones financieras, concurso de acreedores, acciones rescisorias.*

ABSTRACT

Royal Decree Law 5/2005 of 11 March, of urgent reform for the promotion of productivity and the improvement of public contracting, introduced important reforms in the Spanish legal regime of security, specifically regarding the so-called «financial collateral». The complexity of the subject matter regulated by this law and the unclear drafting of some of its provisions have raised abundant criticism by scholars and courts alike, as well as many of doubts about its practical application, both regarding the scope of obligations that can be secured by financial collateral, the collateral enforcement regime and the scope of its insolvency protection. This article analyses those issues in light of the experience gathered after more than five years since the enactment of this law and the scarce but nonetheless important court decisions that have interpreted its provisions in the context of insolvency proceedings.

Key words: *Financial collateral, pledge, outright collateral transfer, financial transactions, insolvency proceedings, rescission actions.*

(*) Socio del departamento de derecho bancario y financiero de Ashurst LLP en Madrid.

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN.
2. ANTECEDENTES HISTÓRICOS Y LEGISLATIVOS.
 - 2.1. Los antecedentes internacionales.
 - 2.2. La respuesta del legislador español.
3. EL CARÁCTER DE NORMA ESPECIAL DEL CAPÍTULO II DEL TÍTULO I DEL RD-L 5/2005 EN EL ÁMBITO CONCURSAL: LA DISPOSICIÓN ADICIONAL SEGUNDA DE LA LEY 22/2003, DE 9 DE JULIO, CONCURSAL.
4. ÁMBITO DE APLICACIÓN OBJETIVO DEL CAPÍTULO II DEL TÍTULO I DEL RD-L 5/2005: DEUDAS GARANTIZABLES.
 - 4.1. Aproximación a los antecedentes legislativos de la Directiva 2002/47.
 - 4.2. Análisis de la Posición Común.
 - 4.3. Análisis de la Propuesta de la Comisión.
 - 4.4. La redacción del RD-L 5/2005.
 - 4.5. Cuestiones de política legislativa.
 - 4.6. Análisis jurisprudencial sobre la cuestión.
 - 4.7. La reforma del RD-L 5/2005.
5. ANÁLISIS DE ALGUNAS CUESTIONES RELATIVAS AL ÁMBITO DE APLICACIÓN SUBJETIVO DEL CAPÍTULO II DEL TÍTULO I DEL RD-L 5/2005 Y SU PROBLEMÁTICA PRÁCTICA.
 - 5.1. El mantenimiento en el tiempo de los requisitos subjetivos de las partes intervinientes.
 - 5.2. El concepto de «partes intervinientes» en los acuerdos de garantía financiera frente al concepto de «beneficiario y garante».
6. ALGUNAS CUESTIONES RELATIVAS A LA RESISTENCIA FRENTE A ACCIONES DE REINTEGRACIÓN CONCURSAL CON RESPECTO A ACUERDOS DE GARANTÍA FINANCIERA FORMALIZADOS CON FECHA ANTERIOR A LA DECLARACIÓN DE CONCURSO: RESISTENCIA DE LAS CLÁUSULAS DE MANTENIMIENTO DE GARANTÍAS «*LOAN TO VALUE*».
 - 6.1. Exposición de la cuestión.
 - 6.2. Tratamiento jurisprudencial.
 - 6.3. La reforma del artículo 15.5 del RD-L 5/2005.
7. RESISTENCIA FRENTE A ACCIONES DE PARALIZACIÓN DE EJECUCIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS.

8. ALGUNAS CUESTIONES RELATIVAS A LA EJECUCIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS PIGNORATICIAS SOBRE VALORES MEDIANTE VENTA: METODOLOGÍAS DE VENTA DE VALORES NEGOCIABLES.
 - 8.1. **Exposición de la cuestión: El silencio de la norma sobre las modalidades de venta.**
 - 8.2. **La problemática de la ejecución mediante venta de grandes volúmenes de acciones cotizadas en Bolsas de Valores Españolas.**
 9. A MODO DE CONCLUSIÓN.
 10. BIBLIOGRAFÍA.
-

1. INTRODUCCIÓN

La publicación y entrada en vigor del 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 (en adelante, «**RDL 5/2005**»), introdujo en nuestro derecho una sustancial reforma en lo que se refiere al régimen de ejecución, eficacia frente a terceros y protección concursal de determinadas garantías reales cuando las mismas se otorguen en el ámbito objetivo y subjetivo contemplado por el propio RDL 5/2005. En concreto, dicha norma introdujo en el Capítulo II de su Título I (titulado «Sobre acuerdos de compensación contractual y garantías financieras») la regulación de las denominadas «garantías financieras» en nuestro derecho, trasponiendo así a nuestro ordenamiento la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera (en adelante, «**Directiva 2002/47**»). La aprobación de esta directiva⁽¹⁾ tuvo como objeto la armonización de las garantías financieras en el ámbito de la Unión Europea. El Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 no solo traspone la directiva mencionada, sino que, según reza en sus expositivos, «pretende ordenar y sistematizar la normativa vigente aplicable a los acuerdos de compensación contractual y a las garantías de carácter financiero». En efecto, el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 no sólo traspone la Directiva 2002/47 en lo que respecta a las denominadas «garantías financieras», sino que regula en la misma norma los acuerdos de compensación contractual de operaciones financieras y sus efectos en caso de concurso de una de las partes, materia que estaba anteriormente regulada en la Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 16 de diciembre, la cual quedó derogada por el RDL 5/2005. La Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 16 de diciembre, también contenía una sucinta regulación de las denominadas «garantías financieras» tras la modificación introducida por el artículo 16.1 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.

(1) Modificada por la Directiva 2009/44/CE, de 6 de mayo.

La redacción del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 ha sido criticada por doctrina y jurisprudencia, en unos casos por lo confuso de la redacción de varios de sus preceptos y lo complicado de su interpretación y, en otros casos, por introducir en nuestro derecho una importante reforma del sistema de garantías reales establecido por nuestro Derecho Civil, que parece ir bastante más lejos del mandato contenido en la Directiva 2002/47 y que, a juicio de determinada doctrina, debería de haberse efectuado de forma más meditada por el legislador y en el contexto de una reforma más amplia y específica de nuestro derecho de garantías reales⁽²⁾.

El RDL 5/2005, así como la normativa que precedió a las disposiciones contenidas en su Capítulo II del Título I, se promulgaron en un entorno de extraordinaria bonanza económica en España, por lo que dichas disposiciones no se pusieron realmente a prueba en el ámbito concursal, de forma más o menos generalizada, hasta la crisis económica que comenzó en 2007 y que, a la fecha de redacción de este trabajo, continúa azotando algunas economías occidentales, en particular la española. Este contexto de crisis económica, unido al extraordinario desarrollo de la contratación de instrumentos financieros derivados y del elevado apalancamiento financiero de los agentes económicos vivido en España durante los años previos al inicio de la crisis, ha propiciado la puesta a prueba de algunas de las disposiciones del RDL 5/2005 en diversos concursos.

El objeto del presente trabajo es realizar un análisis crítico, pero sobre todo práctico, de algunas de las disposiciones del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, tanto a la luz de la experiencia en la aplicación de la norma, en los más de cinco años transcurridos desde su promulgación, como a la luz de determinadas sentencias judiciales dictadas en el ámbito concursal en relación con dichas disposiciones.

2. ANTECEDENTES HISTÓRICOS Y LEGISLATIVOS

Antes de entrar a analizar las disposiciones del RDL 5/2005 objeto de este trabajo, es preciso repasar de forma sucinta los antecedentes históricos y legislativos de la norma para una mejor comprensión de la génesis de la misma y el alcance pretendido por el legislador.

2.1 Los antecedentes internacionales

En la gestación de la Directiva 2002/47, transpuesta a nuestro ordenamiento por el RDL 5/2005, fue de fundamental importancia el *lobby* efectuado por la

(2) Según DÍAZ RUIZ E. y RUIZ BACHS S., en «Reformas Urgentes para el Impulso a la Productividad: Importantes Reformas y Algunas Lagunas», *Diario La Ley*, año XXVI, núm. 6240, 27 de abril de 2005, p. 5, con el RDL 5/2005 «se ha producido soterradamente una reforma radical de nuestro derecho civil en lo que se refiere a la constitución, perfección, eficacia frente a terceros y ejecución de la mayoría de las garantías constituidas sobre valores, instrumentos financieros y dinero abonado en cuenta».

ISDA⁽³⁾ y otras asociaciones de operadores financieros⁽⁴⁾, ante la evidencia de que los sistemas decimonónicos de garantías reales vigentes en muchos estados europeos no se adaptaban a las necesidades de los actuales mercados financieros. Es preciso reconocer que el impulso de las iniciativas legislativas comunitarias en este ámbito tuvo un marcado carácter anglosajón, muy particularmente en lo que se refiere a determinadas modalidades de garantía de operaciones financieras ampliamente utilizadas en el ámbito de la contratación de operaciones de derivados financieros, préstamos de valores y operaciones de compraventa con pacto de recompra, así como de operaciones dobles o simultáneas, como son los acuerdos de garantía denominados bajo derecho inglés «*collateral arrangements by way of outright transfer*» (acuerdos de garantía con cambio de titularidad), que en nuestro derecho se venían denominando «cesiones o ventas en garantía»⁽⁵⁾. Este tipo de acuerdos de garantía presentan una ventaja fundamental

(3) International Swaps & Derivatives Association, Inc., organización internacional que agrupa a una mayoría muy significativa de operadores de instrumentos financieros derivados, entidades financieras y asesores financieros y jurídicos que intervienen en los mercados internacionales de instrumentos financieros derivados. La ISDA se constituyó en 1985 y, según reza su página web (<www.isda.org>), cuenta con más de 800 miembros de 55 países, que incluyen a las mayores entidades financieras mundiales, entidades gubernamentales y una multitud de entidades de todo tipo que participan en el ámbito de las operaciones con instrumentos financieros derivados «over-the-counter». La ISDA desarrolla una importante labor de desarrollo y estandarización de documentación contractual en el ámbito de los instrumentos financieros derivados «over-the-counter», así como una intensa promoción de iniciativas legislativas en multitud de países con el fin de promover la armonización de los marcos jurídicos en que se desenvuelve la contratación de este tipo de instrumentos.

(4) Podemos citar la ISLA (International Securities Lending Association) (<www.isla.co.uk>), organización constituida en 1989 con el objeto de promover y defender los intereses de las entidades participantes en los mercados de préstamos de valores, y que al igual que la ISDA realiza una labor muy intensa de promoción de cambios legislativos y de estandarización de procedimientos y documentación contractual en el ámbito del mercado de préstamos de valores, así como la ICMA (International Capital Market Association) (<www.icmagroup.org>), organización fundada en 1969 con el ánimo de promover los intereses de los operadores en los mercados de capitales, y que al igual que la ISDA y la ISLA realiza actividades de promoción de cambios legislativos y estandarización de procedimientos y documentación en el ámbito de las operaciones de mercado de capitales y, en particular, de las operaciones de compraventa de valores con pacto de recompra.

(5) Esta forma de aseguramiento de obligaciones tiene una larga historia en su desarrollo jurisprudencial bajo el derecho inglés, derivada de antiguas y consolidadas prácticas financieras de la City londinense de descuento de efectos como forma de financiación, en la que la titularidad de los efectos se cedía en garantía de las financiaciones concedidas, y que la jurisprudencia inglesa acabó reconociendo como prácticas válidas que, teniendo una función de garantía, no requerían sin embargo el cumplimiento de las formalidades exigidas a las garantías reales para su efectividad frente a terceros en determinadas circunstancias (ver por ejemplo la argumentación contenida en *Chow Yoong Hong v Choong Fah Rubber Manufacturing* [1961] 3 All ER 1163, *Lloyds & Scottish Finance Ltd. v Cyril Lord Carpets Sales Ltd.* [1992] [BCLC 609, HL], *Orion Finance v Crown Financial Management Ltd.* [1994] y *Re G E Turnbridge Ltd* [1995] 1 BCLC 34). En nuestro derecho, dado su carácter causalista, los tribunales (si bien, todo sea dicho, con ciertos vaivenes) o bien no han admitido la validez de este tipo de transmisiones, o bien las han considerado como operaciones con causa de garantía y no transmisiones de titularidad

para los operadores de los instrumentos financieros mencionados, pues al bastar la entrega de los activos en garantía (normalmente valores negociables o efectivo), per-

con causa de compraventa (es decir, «venta en garantía»). El parecer mayoritario de la jurisprudencia española —tributario de una concepción causalista del contrato— es que la transmisión fiduciaria de la propiedad no tiene suficiencia causal para producir una transmisión/adquisición plena del dominio en la persona del fiduciario (ver en este sentido, CARRASCO PERERA, A., *Tratado de los Derechos de Garantía*, AA.VV., ed. Aranzadi, Navarra, 2002, pp. 1057 y ss., y el mismo autor en *Los Derechos de Garantía en la Ley Concursal*, ed. Thomson-Civitas, Madrid, 2004, pp. 195 y ss.). Sin embargo, a la hora de establecer cuál es, entonces, la posición jurídica del fiduciario, la jurisprudencia de nuestros tribunales no acierta a aclarar este punto. Según A. CARRASCO PERERA en la obra citada *Los Derechos de Garantía en la Ley Concursal* (p. 200), la congruencia con el fundamento causalista y con las exigencias del artículo 1.859 del Código Civil debería haber llevado a la jurisprudencia a considerar que el fiduciario está privado de cualquier derecho de posesión sobre el bien transferido puesto que no podría poseer como comprador (ya que el contrato de compraventa sería claramente simulado, y por tanto nulo) y tampoco podría poseer como garante (pues el contrato disimulado incurriría en la prohibición del pacto comisorio, que pretendería defraudar mediante la simulación de un contrato de transmisión de la titularidad). Sin embargo, la más reciente jurisprudencia del Tribunal Supremo sobre esta cuestión no parece seguir esta argumentación y ha considerado en recientes sentencias (STS 413/2001, de 26 de abril, STS 814/2004, de 26 de julio, entre otras) que, a pesar de la ineficacia relativa del negocio jurídico de «venta en garantía» (ineficacia que afectaría a la apropiación del bien cuya «titularidad» ostenta el fiduciario en caso de impago de la deuda garantizada), el negocio fiduciario de transmisión es en general válido y atribuye al fiduciario un derecho de retención sobre la cosa de modo que éste no puede ser compelido a restituirla mientras el deudor fiduciante no restituya la deuda subyacente. Es más, en caso de tercerías de mejor derecho, incluso atribuye al fiduciario un derecho de preferencia crediticia. En suma, la venta o cesión en garantía supone para la jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo un negocio sustancialmente válido y con causa suficiente para producir efectos obligacionales acordes con lo querido por las partes (que es asegurar el cumplimiento de una obligación). El Magistrado A. Gullón Ballesteros realizó un resumen interesante de la posición del Tribunal Supremo sobre esta figura en la Sentencia del Tribunal Supremo 413/2001, de 26 de abril, donde estableció (textualmente) lo siguiente:

«Las líneas maestras de la configuración de esta figura jurídica, llamada también “venta en garantía”, en la doctrina jurisprudencial pueden resumirse así:

1.º La transmisión en garantía es un negocio fiduciario, del tipo de la *fiducia cum creditore*. El fiduciante transmite la propiedad formal con el riesgo de que al adquirirla el fiduciario y figurar como tal frente a terceros, pueda éste vulnerar el pacto de fiducia transmitiéndola a su vez, estando los adquirentes del fiduciario protegidos en su adquisición en virtud de la eficacia de la apariencia jurídica, que protege las adquisiciones a título oneroso y de buena fe de quien en realidad no es propietario.

2.º El fiduciante transmite al fiduciario la propiedad formal del objeto o bien sobre el que recae el pacto fiduciario, con la finalidad de apartarlo de su disponibilidad y así asegura al fiduciario que lo tendrá sujeto a la satisfacción forzosa de la obligación para cuya seguridad se estableció el negocio fiduciario.

3.º El fiduciario no se hace dueño real del objeto transmitido, salvo el juego del principio de la apariencia jurídica, sino que ha de devolverlo al fiduciante una vez cumplidas las finalidades perseguidas con la fiducia. El pacto fiduciario lleva consigo esa retransmisión.

4.º La falta de cumplimiento por el fiduciante de la obligación garantizada no convierte al fiduciario en propietario del objeto dado en garantía; la transmisión de la propiedad con este fin no es una compraventa sujeta a la condición del pago de la obligación.

5.º El fiduciario, caso de impago de la obligación garantizada, ha de proceder contra el fiduciante como cualquier acreedor, teniendo la ventaja de que cuenta ya con un bien seguro con el que satisfacerse, pero sin que ello signifique que tiene acción real contra el mismo.

6.º La transmisión de la propiedad con fines de seguridad, o “venta en garantía” es un negocio jurídico en que por modo indirecto, generalmente a través de una compraventa simulada, se persigue una

mitían constituir las garantías con extremada rapidez, la operativa de cláusulas de ajuste del nivel de garantías al riesgo de los instrumentos financieros asegurados con frecuencias incluso diarias y la ejecución de las garantías (llegado el caso) por simple compensación en el marco del contrato de compensación contractual bajo el que se realizaban las correspondientes entregas de garantías y la contratación de los instrumentos financieros, con los consiguientes beneficios en términos de reducción del riesgo de contraparte y coste de constitución de las garantías correspondientes. La generalización de este tipo de acuerdos en el ámbito de aquellas jurisdicciones en que este tipo de cesiones en garantía tenían plena eficacia (jurisdicciones anglosajonas), las dificultades e incertidumbres sobre la eficacia de este tipo de acuerdos, particularmente en las jurisdicciones de la Europa continental, así como la multiplicidad de regímenes concursales con variados efectos sobre la eficacia de dichas garantías y en general con respecto a las garantías reales sobre activos financieros, dieron lugar a una intensa labor de *lobby* por parte de los organismos mencionados y otras organizaciones de participantes en los mercados financieros ante diversas instituciones europeas⁽⁶⁾, con el fin de promover cambios legislativos que uniformizasen el tratamiento jurídico y particularmente concursal de este tipo de acuerdos de garantía en el ámbito de los países de la Unión Europea. En este proceso se pueden citar varios hitos significativos a estos efectos:

- (a) Por un lado, el denominado «Grupo Giovannini»⁽⁷⁾ publicó en Octubre de 1999 el informe titulado «*EU Repo Markets: Opportunities for Change*», en el que se apuntaban las necesidades de reforma legislativa en el ámbito de

finalidad lícita, cual es la de asegurar el cumplimiento de una obligación, y no pueda pretenderse otra ilícita, como la de que, en caso de impago de la obligación, el fiduciario adquiera la propiedad de la cosa, pues se vulneraría la prohibición del pacto comisorio, revelándose la “venta en garantía” como un negocio en fraude de ley (art. 6.4.º CC)».

Cabe afirmar por tanto que nuestra jurisprudencia ha construido la transmisión fiduciaria como una especie de garantía real que atribuye a sus titulares un derecho de retención, que si bien, como establecen algunas sentencias, otorga protección a su titular contra tercerías de mejor derecho, no aclara cuál sería la posición del fiduciario en caso de concurso del fiduciante. De hecho, esta reconstrucción de la «venta en garantía» como «cuasi-garantía real» puede ser problemática a efectos concursales, ya que al no configurar al fiduciario como verdadero propietario sino como beneficiario de una especie de garantía, dejará a éste sujeto a la normativa concursal que afecta a la ejecución de garantías y por tanto al riesgo de que el juez del concurso considere que su «garantía» adolece de defectos formales para considerar su crédito como privilegiado, privando a dicha garantía de los efectos pretendidos.

⁽⁶⁾ Tal y como reconoce la propia Comisión Europea en su propuesta de directiva de acuerdos de garantía financiera de 27 de marzo de 2001 [COM (2001) 168].

⁽⁷⁾ El Grupo Giovannini es un grupo formado por representantes de operadores bancarios y financieros presidido por el financiero Alberto Giovannini, que asesora a la Comisión Europea en asuntos relacionados con los mercados financieros. El grupo se constituyó en 1996 y se dedica a estudiar e identificar ineficiencias en los mercados financieros de la Unión Europea y a proponer soluciones para la mejora de la integración de los mercados financieros comunitarios. La secretaría del grupo está integrada en la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea.

los acuerdos de compensación y de garantía relacionados con los mercados de «repos».

- (b) Por otro lado, la ISDA publicó también en 1999 un informe sobre los problemas legales que presentaban diversas jurisdicciones europeas en lo referido a la constitución y ejecución de garantías sobre operaciones financieras, incluyendo también ciertas propuestas de reformas legislativas⁽⁸⁾.
- (c) Finalmente, la Comisión Europea publicó en 1999⁽⁹⁾ el denominado Plan de Acción para los Mercados de Servicios Financieros (PASF), para cuya elaboración tuvo en cuenta, entre otros, los informes anteriormente mencionados, con el objeto de identificar las medidas necesarias para lograr una integración plena de los mercados de servicios financieros en la Unión Europea. El plan de la Comisión fue seguido por el informe encargado por la Comisión al denominado Comité de Sabios presidido por el barón Alexandre Lamfalussy, que publicó en el año 2000 el denominado *Informe Lamfalussy*, informe que contiene una serie de recomendaciones para la integración efectiva de los mercados de servicios financieros europeos.
- (d) Igualmente, la Comisión Europea constituyó en el Otoño de 1999 el denominado Forum Group on Collateral, grupo de trabajo en el que participaron expertos en la materia seleccionados en base a las propuestas de diversas organizaciones de servicios financieros europeas, el cual elaboró un informe con una serie de recomendaciones sobre las garantías financieras que fue entregado a la Comisión en el año 2000.

El PASF y el *Informe Lamfalussy* contenían recomendaciones muy variadas que cristalizaron en diversas directivas europeas entre las que se encuentra la Directiva 2002/47. En particular, en lo que se refiere a esta Directiva, la Comisión, en la elaboración de la propuesta de directiva sobre acuerdos de garantía financiera de 27 de marzo de 2001, tuvo en cuenta no solo las conclusiones y recomendaciones del Forum Group on Collateral, sino también, entre otras, las del informe preparado por el Grupo Giovannini, el informe de la ISDA referido anteriormente, así como el informe preparado en junio de 2000 por el European Financial Markets' Lawyers Group⁽¹⁰⁾, tal y como reconoce la Comisión expresamente en la referida propuesta de directiva. Dichos informes coincidían en la necesidad de que los mercados financieros pudieran disponer de instrumentos de garantía sobre valores negociables y efectivo de ejecución más ágil y efectiva, y contenía recomendaciones de reforma de aquellas legislaciones donde las denominadas «garantías financieras» no gozaban de un marco regulador que permitiese la agilidad que los mercados financieros demandaban con respecto a la constitución, perfección, ejecución y protección concursal de garantías reales sobre instrumentos financieros, valores negociables y efectivo.

(8) Informe elaborado por el comité «ISDA Collateral Law Reform Comitee».

(9) Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999 [COM (1999) 232].

(10) Información sobre esta organización se encuentra en su página web: <www.efmlg.org>.

2.2 La respuesta del legislador español

El legislador español, haciéndose eco de la problemática apuntada, dio un primer paso en la incorporación a nuestro derecho positivo de las denominadas garantías financieras (incluyendo aquellas mediante cambio de titularidad) mediante la modificación de la Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 16 de diciembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, efectuada por el artículo 16.1 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero («Ley 44/2002»).

La Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 16 de diciembre, por su parte ya había introducido en nuestro derecho positivo la regulación de los acuerdos de compensación contractual en el ámbito de la contratación de determinadas operaciones financieras (instrumentos financieros derivados, operaciones de compraventa con pacto de recompra de valores y operaciones dobles («repos» y «simultáneas»)), así como su protección en supuestos de insolvencia, acabando así con la incertidumbre jurídica que hasta la fecha rodeaba la compensación convencional de operaciones pactada para este tipo de acuerdos en supuestos de insolvencia de una de las partes.

La Ley 44/2002 fue un paso más allá, «importando» a nuestro derecho el sistema de garantías mediante transferencia de titularidad previsto por la ISDA, la ISLA y la ICMA en el ámbito específico de los contratos marco de compensación contractual de derivados financieros, préstamos de valores y operaciones de compraventa de valores con pacto de recompra y operaciones dobles (o simultáneas)⁽¹¹⁾.

La Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 16 de diciembre, tal como fue modificada por la Ley 44/2002, estableció que, a los efectos de dicha disposición, se consideraban operaciones financieras (junto con los derivados, repos, operaciones de préstamo de valores, etc.) *«las garantías y las cesiones en garantía u otras operaciones con finalidad directa o indirecta de garantía vinculadas al propio acuerdo de compensación contractual que tenga por objeto deuda pública, otros valores negociables o efectivo»*.

Establecía además esta disposición que *«La ejecución de las operaciones señaladas en este párrafo, en su caso, se llevará a cabo en la forma prevista en el acuerdo de compensación contractual o en los acuerdos que guarden relación con el mismo. Las operaciones financieras a que se refiere este apartado serán válidas y eficaces frente a*

(11) En su exposición de motivos la Ley 44/2002 indica al efecto que «la ley dota de seguridad a los denominados “acuerdos de compensación contractual” frente a las eventuales situaciones de quiebra de las partes. En efecto, es práctica común que las entidades financieras operen entre sí a través de contratos marco en los que se establecen unas garantías que cubren, día a día, la posición neta resultante de todas las operaciones de financiación, préstamo de valores, derivados financieros, etc., que llevan a cabo las partes». Estas garantías «que cubren día a día la posición neta resultante» no son otras que transferencias de titularidad con causa de garantía, que en caso de vencimiento anticipado del contrato pasarán a valorarse de la forma prevista en el contrato y a compensarse con las demás operaciones cubiertas por el mismo, quedando un importe neto resultante a pagar por una de las partes del contrato marco.

terceros, cualquiera que sea la Ley que la rijan, sin más requisitos que su formalización documental privada y la entrega, transmisión o anotación registral de los valores, según proceda, y el depósito o transferencia del efectivo, siendo de aplicación lo dispuesto en la disposición adicional sexta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores».

Vemos por tanto que en la mecánica configurada por la Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 16 de diciembre, las entregas de activos en garantía realizadas bajo los contratos marco de compensación indicados en dicha norma se reputarían «operaciones financieras» y quedarían sujetas al régimen de compensación previsto en el contrato marco de compensación junto con el resto de las operaciones amparadas por el mismo, configurando así un régimen de garantías mediante cambio de titularidad que permitía la apropiación de los activos dados en garantía y la consiguiente excepción a la prohibición del pacto comisorio, en línea con la mecánica operativa de los acuerdos de garantía financiera con cambio de titularidad («*outright collateral transfer*») ampliamente utilizados en la documentación estándar de la ISDA, la ISLA, la ICMA y otras asociaciones de intermediarios financieros⁽¹²⁾.

La Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 16 de diciembre, quedó derogada con la promulgación del RDL 5/2005⁽¹³⁾, que regula el régimen general de otorgamiento, perfección, ejecución y protección concursal de las denominadas «garantías financieras», incorporando la Directiva 2002/47 en nuestro ordenamiento jurídico.

Vistos los antecedentes históricos y legislativos del RDL 5/2005, a continuación analizaremos las cuestiones que en la práctica plantea la aplicación de determinadas disposiciones del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, así como la interpretación que algunos tribunales han realizado de sus disposiciones en el ámbito de los procesos

(12) En el ámbito español, la entrada en vigor de la Ley 44/2002 permitió al grupo de trabajo coordinado por la Asociación Española de Banca (AEB) y la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) elaborar y publicar en noviembre de 2003 el denominado «Anexo III-Acuerdo de realización de cesiones en garantía» para su utilización junto con el Contrato Marco de Operaciones Financieras publicado por la AEB en 1997 (ambos documentos fueron actualizados por el grupo de trabajo coordinado por la AEB y la CECA en julio de 2009).

(13) La cronología de los acontecimientos que dieron lugar a la promulgación del RDL 5/2005 se puede resumir de la forma siguiente:

(a) 27 de marzo de 2001: La Comisión Europea propone un marco legal simplificado para las garantías financieras [COM (2001) 168].

(b) 5 de marzo de 2002: El Consejo de Ministros de Finanzas Europeo adopta una posición común unánime sobre la propuesta de la Comisión de una directiva sobre acuerdos de garantía financiera.

(c) 15 de mayo de 2002: El Parlamento Europeo aprueba la Directiva 2002/47.

(d) 6 de junio de 2002: La Directiva 2002/47 se adopta por el Parlamento Europeo y el Consejo.

(e) 27 de junio de 2002: Se publica la Directiva 2002/47.

(f) 11 de marzo de 2005: Se aprueba el RDL 5/2005 que, entre otras, incorpora a nuestro derecho la Directiva 2002/47. El RDL 5/2005 se publica en el BOE del 14 de marzo de 2005, entrando en vigor (salvo determinados artículos no relativos a las garantías financieras) el 15 de marzo de 2005.

concursoales en que se han planteado demandas incidentales en relación con la aplicación de esta norma. Es preciso indicar que este trabajo no tiene como objetivo analizar todas y cada una de las disposiciones del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, sino únicamente aquellas disposiciones y cuestiones que hemos juzgado de especial relevancia en la práctica de su aplicación, en lo que afecta especialmente al otorgamiento y ejecución de garantías financieras.

3. EL CARÁCTER DE NORMA ESPECIAL DEL CAPÍTULO II DEL TÍTULO I DEL RD-L 5/2005 EN EL ÁMBITO CONCURSAL: LA DISPOSICIÓN ADICIONAL SEGUNDA DE LA LEY 22/2003, DE 9 DE JULIO, CONCURSAL

Como se ha comentado anteriormente, la Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 16 de diciembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en la redacción dada a la misma por el artículo 16.1 de la Ley 44/2002, ya establecía un régimen específico de protección concursal, no sólo para las operaciones financieras realizadas en el marco de acuerdos de compensación contractual que cumplieren determinados requisitos objetivos y subjetivos, sino para las «garantías y las cesiones en garantía u otras operaciones con finalidad directa o indirecta de garantía vinculadas al propio acuerdo de compensación contractual que tenga por objeto deuda pública, otros valores negociables o efectivo» que, de acuerdo con el apartado segundo de la DA Décima de la Ley 37/1998, de 16 de diciembre, pasaban a considerarse también operaciones financieras, al objeto de poder integrarlas, junto con el resto de operaciones financieras, en el cálculo de la liquidación que en su caso se hiciese tras al vencimiento anticipado del contrato marco correspondiente⁽¹⁴⁾.

La DA Décima de la Ley 37/1998 establecía en sus apartados tercero y cuarto el régimen de protección concursal de los acuerdos de compensación y las garantías financieras a ellos acogidas con la siguiente redacción:

«3. La declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente de las operaciones financieras definidas en los apartados anteriores realizadas en el marco de un acuerdo de compensación con-

⁽¹⁴⁾ La introducción de las cesiones en garantía y demás operaciones con finalidad de garantía dentro del ámbito de las operaciones financieras compensables entre sí tras la liquidación del contrato marco correspondiente, resultante de las modificaciones introducidas por la Ley 44/2002 en la DA 10.^a de la Ley 37/1998, obedeció al interés del legislador por introducir en nuestro derecho la posibilidad de replicar los esquemas de los contratos de soporte crediticio del tipo *Credit Support Annex* publicados por la ISDA (así como otros contratos similares publicados por otras organizaciones de intermediarios financieros similares), de amplia utilización en los mercados, pero hasta entonces de dudosa efectividad en el ámbito de la legislación española, en aras de evitar una pérdida de capacidad competitiva de nuestro sector financiero (GÓMEZ-JORDANA, I., *Las garantías financieras como productos financieros derivados, una revisión de la reforma y sus efectos, Comentarios a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, AA.VV., ed. Thomson-Aranzadi, Navarra, 2003, pp. 117 y ss.).

tractual o en relación con el mismo, no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por un estado o solicitud de quiebra, suspensión de pagos, liquidación, administración, intervención o concurso de acreedores que afecte a cualquiera de las partes de dicho acuerdo, sus filiales o sucursales.

En los supuestos en que una de las partes del acuerdo de compensación contractual se halle en una de las situaciones concursales previstas en el párrafo anterior, se incluirá como crédito o deuda de la parte incursa en dichas situaciones exclusivamente el importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en el mismo o en los acuerdos que guarden relación con él.

4. Las operaciones financieras o el acuerdo de compensación contractual que las regula sólo podrán ser impugnados al amparo del párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre fraude en dicha contratación».

Dicho régimen de protección concursal, al que se había llegado tras muchos años de esfuerzo de promoción legislativa por parte de las organizaciones patronales bancarias y financieras y con sustancial retraso con respecto a otras jurisdicciones europeas, en cierta medida venía a equiparar la legislación concursal española a las legislaciones más avanzadas de la Unión Europea en lo que se refiere a la protección de los acuerdos de compensación contractual de operaciones financieras y sus garantías, dejando además pocas dudas en lo que se refiere a su ámbito subjetivo⁽¹⁵⁾.

La Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (en adelante, la «LC») pretendió mantener el régimen de protección concursal previsto en la DA Décima de la Ley 37/1998, calificando el contenido de dicha norma como legislación especial mediante su Disposición Adicional Segunda, pero el resultado fue escasamente afortunado. En efecto, el párrafo primero de la DA Segunda de la LC rezaba así: «En los concursos de entidades de crédito o entidades legalmente asimiladas a ellas, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, así como entidades miembros de mercados oficiales de valores y entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores, se aplicarán las especialidades que para las situaciones concursales se hallen establecidas en su legislación específica, salvo las relativas a composición, nombramiento y funcionamiento de la administración concursal». Su apartado segundo defi-

(15) El ámbito subjetivo se establecía en el apartado 1 (a) de la mencionada DA 10.^a, que exigía como requisito subjetivo que «al menos una de las partes del acuerdo sea una entidad de crédito o 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 o empresas», lo que extendía el régimen de protección concursal a los acuerdos de compensación contractual contratados entre entidades financieras y a aquéllos contratados por entidades financieras con contrapartes no financieras, todo ello en aras a la mejora del riesgo de crédito y de la eficiencia del sistema financiero.

nía a continuación las normas que se consideraban legislación especial a efectos de dicha DA. El problema que presentaba la literalidad del redactado de dicha DA fue que éste limitaba la especialidad de las normas en ella enumeradas⁽¹⁶⁾ a los concursos de entidades de crédito, entidades financieras y demás entidades reguladas, con lo que el régimen de protección concursal originalmente previsto en la DA Décima de la Ley 37/1998 pasó a dejar fuera de su ámbito, en virtud de lo dispuesto en la LC, a las operaciones y garantías financieras contratadas con entidades distintas a las enumeradas en la DA Segunda de la LC caso de concurso de aquéllas. Es decir, se dejaba fuera del régimen de protección concursal a las operaciones y garantías financieras contratadas por entidades financieras con sus principales clientes corporativos. Esta circunstancia causó gran preocupación en el sector bancario y abundantes críticas de la doctrina⁽¹⁷⁾, por cuanto suponía que las operaciones y garantías financieras contratadas por entidades de crédito con clientes corporativos no financieros domiciliados en España parecían quedar fuera del ámbito de protección concursal, impactando negativamente en los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito a asignar por las entidades financieras a dichas operaciones y volviendo a los tiempos anteriores a la promulgación de la DA Décima de la Ley 37/1998, lo cual resultaba sorprendente, máxime cuando al tiempo de la publicación de la LC ya se había aprobado la Directiva 2002/47. A pesar de que la doctrina defendió la necesidad de una interpretación amplia de la DA Segunda de la LC al objeto de cubrir también las situaciones concursales de entidades no relacionadas en su apartado 1, ello en coherencia con la circunstancia de que se designaba a la DA Décima de la Ley 37/1998 como ley especial a dichos efectos sin restricciones específicas, la incertidumbre creada era sumamente perniciosa, dado que hasta la entrada en vigor de la LC las entidades de crédito españolas podían beneficiarse, en su negocio de contratación de instrumentos financieros bajo acuerdos de compensación contractual, de la posibilidad de computar los riesgos de crédito asumidos en virtud de dichas operaciones en base neta con respecto a todos los instrumentos financieros contratados con cada contraparte bajo un acuerdo de compensación contractual. Para ello se debían cumplir determinados requisi-

(16) Entre las que se encontraba la DA 10.^a de la Ley 37/1988.

(17) DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., «Efectos indeseables de la nueva ley concursal sobre el sistema financiero», *Diario La Ley*, 16 de julio de 2003, pp. 2 y ss., DE CASTRO ARAGONÉS J.M. y FERNÁNDEZ SEIJO, J.M.^a, «Los créditos de entidades financieras en la Ley Concursal: Reformas, contrarreformas y chapuzas legislativas», *RCP Estudios*, marzo de 2005, p. 25 y ss. Resulta curioso que ya en la fase de enmiendas de la LC se puso de manifiesto por el grupo parlamentario de Convergència i Unió que el texto del apartado 1 de la DA Segunda del proyecto produciría efectos perniciosos en el sistema financiero y se propuso por este grupo como enmienda adicionar un nuevo apartado 3 con la siguiente redacción: «Las normas legales anteriormente mencionadas serán también aplicables en los concursos de las personas y entidades que, aun no hallándose comprendidas entre las entidades mencionadas en el apartado 1, realicen las operaciones y contratos o se encuentren en las situaciones que se contemplan en las referidas normas». Inexplicablemente, la enmienda no fue aceptada.

tos⁽¹⁸⁾, a saber: (1) que las operaciones financieras se contratasen bajo acuerdos jurídicamente vinculantes que garantizaran que el riesgo de crédito se limitase al importe neto resultante de las operaciones objeto del acuerdo, y (2) que las autoridades supervisoras quedaran satisfechas de que los mencionados acuerdos fuesen un factor de reducción del riesgo, a cuyo objeto se exigía que este último aspecto quedara confir-

(18) La Directiva 96/10/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de marzo, por la que se modificó la Directiva 89/647/CEE del Consejo, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, en lo que se refiere al reconocimiento por las autoridades competentes de la compensación contractual, permitió que las entidades de crédito calcularan sus requerimientos de recursos propios para la cobertura del riesgo de contraparte de determinadas operaciones, no negociadas en mercados organizados, sobre tipos de interés y de cambio sobre la base de importes netos y no brutos, siempre que se diesen dos requisitos: (1) que existiesen acuerdos jurídicamente vinculantes que garantizaran que el riesgo de crédito se limitase al importe neto resultante de las operaciones objeto del acuerdo, y (2) que las autoridades supervisoras competentes quedaran satisfechas de que los mencionados acuerdos fuesen un factor de reducción del riesgo. Con el objeto de trasponer en detalle, entre otras, la mencionada Directiva 96/10/CE, el Banco de España publicó la Circular 12/1996, de 29 de noviembre, que modificó la entonces vigente (y actualmente derogada) Circular 5/1993, de 26 de marzo, del Banco de España, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito. La Circular 12/1996 modificó, entre otras, la Norma Decimoquinta de la Circular 5/1993, introduciendo los siguientes apartados:

«6. Cuando la “Entidad” haya celebrado con su contraparte un acuerdo de compensación contractual, éste podrá ser reconocido como factor de reducción del riesgo de contraparte, siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

a) Que por el mencionado acuerdo de compensación contractual se cree una única obligación jurídica, que abarque todas las transacciones incluidas, en virtud de la cual, en el caso de que una de las contrapartes incurra en una situación de impago a causa de incumplimiento, quiebra o liquidación u otra circunstancia similar, la entidad de crédito tenga el derecho a recibir o la obligación de pagar únicamente el importe neto de los valores de mercado de las distintas transacciones incluidas.

b) Que la “Entidad” haya puesto a disposición del Banco de España, de acuerdo con lo establecido en el apartado 7 de esta norma, dictámenes jurídicos fundamentados y por escrito que permitan concluir que, en caso de procedimiento, los Tribunales y autoridades administrativas competentes considerarán que los derechos y obligaciones de la “Entidad” se limitan a la suma neta, en virtud de:

— La legislación del territorio en que está constituida la contraparte y, si interviene una sucursal extranjera de la empresa, también en virtud de la legislación del territorio en que está situada dicha sucursal.

— La legislación aplicable a las distintas transacciones incluidas.

— La legislación aplicable a cualquier contrato o acuerdo necesario para que surta efecto la compensación contractual.

Podrán aceptarse dictámenes jurídicos realizados para un tipo de acuerdo de compensación contractual».

La Circular 5/1993 fue derogada por la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, que en su Norma Cuadragésima Tercera mantiene similares requisitos para que los acuerdos de compensación contractual y las garantías financieras a ellos asociadas constituyan factores de reducción del riesgo de contraparte, al permitir computar los riesgos de las operaciones contratadas bajo el acuerdo de compensación en base neta.

mado por dictamen jurídico independiente⁽¹⁹⁾. Como es obvio, la incertidumbre introducida por la DA Segunda de la LC no iba a contribuir a que dichos dictámenes fuesen favorables en lo que a la legislación española se refería, particularmente cuando, aun tratando de defender una interpretación amplia de la DA, la literalidad de su apartado primero dejaba escaso margen para una interpretación alternativa, y la circunstancia de haberse rechazado la enmienda presentada por el grupo parlamentario de Convergència i Unió en la tramitación parlamentaria de la norma añadía además una perturbadora incertidumbre sobre la intención del legislador al respecto.

El legislador, haciéndose eco de las críticas, aprovechó la promulgación de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de Medidas de reforma económica, para modificar la DA Segunda de la LC, en la que introdujo, mediante la Disposición Adicional Tercera de la citada ley, un apartado tercero en la DA Segunda de la LC con el siguiente tenor literal:

«3. Las normas legales mencionadas en el apartado anterior se aplicarán con el alcance subjetivo y objetivo previsto en las mismas a las operaciones o contratos que en ellas se contemplan y, en particular, las referidas a las operaciones relativas a los sistemas de pagos y de liquidación y compensación de valores, operaciones dobles, operaciones con pacto de recompra o se trate de operaciones financieras relativas a instrumentos derivados».

Hay que decir que aunque la adición de dicho apartado 3 parece haber despejado las dudas sobre el alcance subjetivo de las excepciones contempladas por la DA Segunda de la LC en lo que a la legislación especial indicada en dicha norma se refería, su redactado no se concilia bien con el del apartado 1 de la DA Segunda de la LC, lo que hace la disposición difícil de interpretar para quien se enfrente a su lectura sin haber analizado con carácter previo sus antecedentes legislativos, persistiendo para algunos las dudas sobre el alcance subjetivo de la norma⁽²⁰⁾. Igualmente, la técnica legislativa escogida para determinar como legislación especial las normas seleccionadas frente a la norma concursal general exige actualizar dicha DA Segunda LC cada vez que se promulgue legislación especial, no bastando que dicha especialidad se declare expresamente en la propia norma especial, lo cual es criticable, y así lo ha

⁽¹⁹⁾ La implementación de la Directiva 96/10/CE (sustituida posteriormente por la Directiva 2000/12/CE, de 20 de marzo, sobre acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio) en los países miembros de la Comunidad Europea dio como resultado que organizaciones tales como la ISDA, la ICMA, la ISLA, la AEB (con respecto al Contrato marco de Operaciones Financieras publicado por ésta junto con la CECA), etc., solicitaran a diversos despachos de abogados la emisión y actualización periódica de dichos informes jurídicos con respecto a los contratos marco de compensación contractual por ellas promovidos, informes que quedaban a disposición de sus miembros con el objeto de poder utilizarse precisamente a los fines previstos en dicha Directiva y en sus normas de implementación en los países miembros de la Unión Europea.

⁽²⁰⁾ Así, no es difícil ver reflejadas las dudas sobre el alcance subjetivo de la DA Segunda de la LC en algunas opiniones legales preparadas por despachos de abogados para algunas de las organizaciones internacionales citadas en este trabajo.

entendido en general la doctrina⁽²¹⁾. Como consecuencia de la técnica elegida por el legislador, la DA Segunda de la LC se ha modificado en numerosas ocasiones, una de ellas con objeto de la promulgación del RDL 5/2005, al objeto de incluir esta norma en el catálogo de normas especiales de dicha DA.

Dada la importancia que tiene dejar sentado con carácter preliminar el carácter de norma especial del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 a los efectos de la LC, hemos de indicar lo siguiente:

- (a) El RDL 5/2005 establece expresamente en su Disposición Adicional Primera que el Capítulo II de su Título I será considerado como legislación especial a los efectos de lo previsto en la DA Segunda de la LC, modificando en consecuencia en su Disposición Adicional Tercera la DA Segunda de la LC
- (b) La Sección 3.^a del Capítulo II del RDL 5/2005 contiene disposiciones específicas que establecen un régimen de protección especial de los acuerdos de garantía financiera y de las garantías aportadas bajo los mismos⁽²²⁾, así como de la liquidación anticipada de acuerdos marco de compensación contractual y de las operaciones financieras contratadas a su amparo⁽²³⁾, en caso de que cualquiera de las partes se vea involucrada en un proceso concursal o de liquidación administrativa. Dichas disposiciones configuran de forma expresa un régimen especial y diferenciado en el ámbito concursal (o de liquidación administrativa) para las garantías financieras y operaciones contempladas en el Capítulo II de su Título I que se antepone a las reglas generales contenidas en la LC⁽²⁴⁾. Dicho régimen de protección concursal es coherente con el mandato contenido en el artículo 8 de la Directiva 2002/47⁽²⁵⁾ en lo que se refiere a las garantías financieras. A mayor abundamiento, la propia Directiva 2002/47 permitió a los Estados miembros la posibilidad de excluir del ámbito de aplicación de la misma los acuerdos de garantía financiera en los que una de las partes no fuera una de las entidades definidas en su aparta-

(21) SANJUÁN Y MUÑOZ, E., «Ingeniería Financiera y Derecho Concursal», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, 6/2007, pp. 274 y ss.; LARGO GIL, R., «Comentarios a la disposición adicional 2.^a», *Comentarios a la Legislación Concursal*, AA.VV., ed. Dykinson, Madrid, 2004, pp. 1766 y ss.

(22) Artículo 15 del Capítulo II del RDL 5/2005.

(23) Artículo 16 del Capítulo II del RDL 5/2005.

(24) URÍA FERNÁNDEZ, F., *El régimen concursal aplicable a los acuerdos de compensación contractual. Estado de la cuestión*, editorial La Ley, 12/2010, p. 65.

(25) La Directiva 2002/47 deja claro en su considerando quinto que «con el fin de mejorar la seguridad jurídica de los acuerdos de garantía financiera, los Estados miembros deben asegurarse de que no se aplican determinadas disposiciones de la legislación sobre insolvencia, en particular aquellas que impedirían la efectiva realización de la garantía financiera o plantearían dudas sobre la validez de técnicas actuales como la liquidación bilateral por compensación exigible anticipadamente, la prestación de garantías complementarias y de sustitución de garantías».

do 2.e), excluyendo así de su ámbito subjetivo de aplicación, de escogerse esta opción, a los concursos o procedimientos de insolvencia de entidades no financieras. El legislador español no utilizó esta opción al incorporar la Directiva 2002/47 a nuestro derecho mediante el RDL 5/2005.

- (c) Tras la modificación introducida en la DA Segunda LC por la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, la posición generalizada de la doctrina es favorable al carácter de norma especial de las disposiciones del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 a los efectos de la LC con el ámbito objetivo y subjetivo previsto en el mismo, a pesar de haberse mantenido la dicción literal de su apartado 1⁽²⁶⁾.
- (d) La posición de la doctrina se ha visto refrendada por todas las sentencias judiciales de los Juzgados de lo Mercantil dictadas en incidentes concursales relativos a la aplicación del Capítulo II del RDL 5/2005 que conocemos hasta la fecha, así como por las sentencias dictadas en apelación por las Audiencias Provinciales al respecto. No conocemos auto ni sentencia alguna a este respecto en la que se haya cuestionado la aplicación del Capítulo II del RDL 5/2005 por razón de que la concursada no fuese una de las entidades indicadas en el apartado 1 de la DA Segunda LC⁽²⁷⁾.

(26) Hubiese sido deseable que la modificación de la DA Segunda LC se hubiese llevado a cabo en línea con la propuesta de enmienda del grupo parlamentario de Convergència i Unió al proyecto de LC, anteriormente referida.

(27) Así, por ejemplo, la Audiencia Provincial de Barcelona, Sección 15.^a, en la Sentencia de 30 de septiembre de 2008 (Rec. 170/2008, núm. de Recurso 170/2008) estableció en su fundamento octavo, en relación con al Capítulo II del RDL 5/2005, que «Dicho capítulo II recoge una serie de disposiciones que son consideradas como legislación especial a los efectos de lo dispuesto en la DA segunda de la LC (en su redacción según la DF segunda de la Ley 25/2005, de Entidades de Capital-Riesgo y sus Entidades gestoras). Así es porque el citado RDL establece un régimen especial distinto al contemplado por la LC en lo que respecta a la compensación y al tratamiento de los créditos con garantías financieras, siempre que caigan dentro de su ámbito de aplicación».

Por su parte, es interesante la reflexión que al efecto hace el Magistrado-Juez titular del Juzgado de lo Mercantil núm. 9 de Madrid en la sentencia de 26 de marzo de 2010, dictada en resolución de incidente concursal 47/2010 (Concurso 198/2009) sobre esta cuestión. En dicha sentencia, el Magistrado-Juez, haciéndose eco de la doctrina crítica con el excesivo alcance del ámbito de aplicación del Capítulo II del RDL 5/2005, estableció: «...el apartado tercero de la misma DA 2.^a de la LC, nos remite al ámbito de aplicación subjetivo y objetivo que se diseñe en cada una de estas normas, siendo que en el caso del RDL se diseña un ámbito de aplicación que excede con lo mucho de lo previsto en el apart 1.^o de la citada DA, ámbito de aplicación que hemos de entender subsume la totalidad del capítulo 2 de este título 1.^o del RDL, esto es tanto la regulación extraconcursal como concursal, sin que exista base lógica alguna para sostener que el legislador habría realizado una distinción en la regulación de las garantías que innova en el RDL tantas veces citado, de suerte que las normas relativas a constitución, objeto y ejecución contenidas en la Sección segunda, tendrían el ámbito de aplicación diseñado en el propio RDL, mientras que las especialidades concursales de la sección Tercera, sólo se aplicaría en función de las previsiones de la propia LC. Pero esta tesis, que no deja de resultar atractiva desde un punto de vista

En vista de lo anterior, en nuestra opinión podemos concluir que el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 constituye norma especial a los efectos de la LC en todo su ámbito, objetivo y subjetivo, por lo que sus efectos se habrán de desplegar sobre la operación en cuestión en el ámbito concursal con independencia de si la entidad concursada es una entidad distinta de las enumeradas en el apartado 1 de la DA Segunda LC, siempre y cuando la contraparte o acreedora bajo la operación en cuestión sea una de las entidades enumeradas en el artículo cuarto del RDL 5/2005 y la operación en cuestión se encuentre dentro de su ámbito objetivo de aplicación.

4. ÁMBITO DE APLICACIÓN OBJETIVO DEL CAPÍTULO II DEL TÍTULO I DEL RD-L 5/2005: DEUDAS GARANTIZABLES

Sentado que el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 constituye norma especial a los efectos de la LC en todo su ámbito, objetivo y subjetivo, una de las cuestiones que ha suscitado las dudas de la doctrina ha sido la determinación del ámbito y naturaleza de las obligaciones que pueden quedar garantizadas bajo las denominadas garantías financieras y sobre las que se despliegan los efectos de protección concursal del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005.

El apartado 4 del artículo sexto del RDL 5/2005 (titulado «Modalidades de operaciones de garantía y obligaciones financieras principales») establece lo siguiente:

«4. Se entiende por obligaciones financieras principales aquellas obligaciones garantizadas mediante un acuerdo de garantía financiera que dan derecho a un pago en efectivo o a la entrega de instrumentos financieros.

Las obligaciones financieras principales pueden consistir total o parcialmente en:

dogmático a fin de frenar una opción legislativa criticable y criticada, por atribuir una ultra protección del acreedor financiero garantizado, en relación a postulados concursales básicos, y carente incluso de respaldo de la directiva comunitaria, cuyo contenido no parece plegarse a esa finalidad, se ve contradicha por el iter de transposición de la directiva 2002/47. En efecto consciente el legislador del propósito inmediato perseguido por la norma comunitaria, configuró en la directiva un contenido mínimo e imprescindible y dejó a los estados miembros la posibilidad de aplicar el mismo régimen a operaciones distintas de las contempladas en la directiva a fin de cumplimentar esa finalidad de integración y estabilidad del sistema financiero de la Comunidad, apoyando así la libre prestación de servicios y la libre circulación de capitales en el mercado único de los servicios financieros (considerando 3º), preveía en su art 1.3 la posibilidad de excluir la aplicación de la directiva a cualquier persona jurídica que no fuera de las comprendidas en las letras anteriores [...]. Por lo tanto el legislador comunitario distingue en cuanto al ámbito de aplicación subjetivo el necesario contemplado en la directiva, dejando a los estados miembros la posibilidad no obstante de extender también toda relación financiera, instrumentada normalmente entre una entidad financiera o de crédito y una persona jurídica, y lo cierto es que el legislador español no ha hecho uso de esa posibilidad de reconducir el ámbito de aplicación de la norma, por lo que huelga cualquier clase de depuración en su ámbito subjetivo de aplicación, salvo que se quiera ir contra el tenor literal de la ley.»

- (a) Obligaciones presentes, futuras o condicionales, incluidas las obligaciones procedentes de un acuerdo de compensación contractual o similar.
- (b) Obligaciones propias o de terceros.
- (c) Obligaciones periódicas».

La amplitud de las obligaciones que se pueden garantizar con las denominadas garantías financieras, que según el tenor literal del mencionado artículo 6.4 puede ser prácticamente cualquier obligación de pago en efectivo o entrega de instrumentos financieros, sea cual sea el contrato del que provengan, ha sido objeto de crítica por determinada doctrina⁽²⁸⁾ por entender que el ámbito de aplicación del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, en lo que se refiere a las obligaciones garantizadas, es excesivo, a la vista de los antecedentes que dieron lugar a la promulgación de la Directiva 2002/47 y muy particularmente lo previsto en el PASF, lo cual se achaca en parte a una defectuosa traducción al castellano de la versión inglesa de la Directiva 2002/47. No vamos a reproducir en este trabajo los argumentos de E. DÍAZ RUIZ y S. RUIZ BACHS al respecto, a cuyos efectos nos remitimos a su trabajo anteriormente mencionado, pero para una mejor comprensión del problema expondremos resumidamente su argumentario a este respecto:

- a) La amplitud del concepto de obligaciones financieras principales contenido en el apartado 4 del artículo sexto del RDL 5/2005 excede del propósito de la Directiva 2002/47, a la vista del propósito de la reforma del sistema de garantías a nivel comunitario reflejado en el PASF y de la sustancial reforma de nuestro sistema de garantías reales que conlleva el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005.
- b) Si bien la definición de obligaciones financieras principales contenida en el RDL 5/2005 es prácticamente idéntica a la contenida en la propia Directiva 2002/47, ello puede resultar de una defectuosa traducción de la versión inglesa de dicha Directiva. En efecto, el término «obligaciones financieras principales»⁽²⁹⁾, en la versión inglesa de la Directiva 2002/47, se define como «obligations... which give a right to a cash settlement and/or delivery of financial instruments». Reconociendo en particular que la traducción de «cash settlement» es la de «pago en efectivo», apuntan que ésta es una terminología habitualmente utilizada en la documentación estándar promovida por la ISDA para referirse a la liquidación de instrumentos derivados por diferencias, es decir, sin entrega del activo subyacente, quedando la liquidación por entrega de los activos subyacentes definida habitualmente

(28) DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., «Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas», *Diario La Ley*, año XXVI, núm. 6240, 27 de abril de 2005, p. 7 y ss.

(29) Que en la versión inglesa de la Directiva 2002/47 se definen como «relevant financial obligations».

como liquidación por entrega («delivery of financial instruments»). Se podría interpretar por tanto que la utilización de esta particular terminología refleja la intención del legislador comunitario de referirse únicamente a la garantía de deudas derivadas de la liquidación de instrumentos financieros derivados⁽³⁰⁾ y liquidación de operaciones sobre valores, lo cual parece más acorde con los planteamientos del PASF, constituyendo la interpretación más razonable el restringir el ámbito de la Directiva 2002/47 a la regulación de las garantías de este tipo de deudas y no de cualquier otra deuda dineraria.

- c) Reconocen dichos autores en su trabajo que, aun con los argumentos anteriores, la literalidad de la norma apunta claramente en dirección contraria y cabe por tanto la interpretación acorde con su literalidad, aun cuando el resultado de ello pueda parecer excesivo teniendo en cuenta el propósito previsto en el PASF.

Las cuestiones anteriormente apuntadas por E. DÍAZ RUIZ y S. RUIZ BACHS⁽³¹⁾ en su trabajo, sumadas a la falta de claridad de la redacción del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, han contribuido a rodear a esta norma de una perturbadora incertidumbre sobre un objeto tan esencial como es la naturaleza de las obligaciones que se pueden garantizar de conformidad con sus preceptos, incertidumbre que afecta particularmente al ámbito de las operaciones de financiación bancaria garantizadas con prenda sobre valores negociables, valores cotizados y saldos en efectivo, siendo dicha incertidumbre tremendamente frustrante y difícil de asumir por las entidades financieras, lo que ha venido a instaurar una práctica generalizada de otorgar este tipo de prendas con las mismas formalidades que cualquier garantía «no financiera» y estableciendo en su documentación contractual, además de los mecanismos de ejecución previstos en el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, los mecanismos de ejecución contemplados en el artículo 1872 del Código Civil, los artículos 322 y siguientes del Código de Comercio y los previstos en la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil para la ejecución judicial sobre bienes muebles. Siendo la intención de los operadores beneficiarse de la rapidez y efectividad de los mecanismos de ejecución previstos en el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, se ha instaurado una práctica por la cual se acaban incluyendo en los contratos de garantía financiera sobre los activos mencionados todos los demás mecanismos de ejecución disponibles en derecho, no obstante lo inconveniente de dichos mecanismos, todo ello «por si acaso», dada la incertidumbre.

Admitiendo que los argumentos expuestos por la doctrina anteriormente mencionada a favor de una interpretación restrictiva del término «obligaciones financieras

(30) Es decir, deudas derivadas del vencimiento anticipado y liquidación de operaciones de derivados financieros y operaciones similares o de contratos marco de compensación contractual tales como los contratos marco elaborados por la ISDA o el contrato marco CMOF.

(31) También a favor de una interpretación restrictiva del ámbito de aplicación del Capítulo II del RDL 5/2005 LEÓN, Francisco J., «El régimen de reintegración concursal de las garantías financieras», *Anuario de Derecho Concursal* núm. 6, p. 353 y ss.

principales» no son carentes en absoluto de sustancia, es posible también argumentar con solidez a favor de una interpretación amplia de dicho término, de tal forma que abarque otras obligaciones de pago además de aquellas resultantes de la liquidación de contratos de instrumentos financieros derivados y operaciones de liquidación de valores, acorde además con la dicción literal del RDL 5/2005 al respecto. Nuestra argumentación se articula sobre la base de los elementos que se indican a continuación.

4.1 Aproximación a los antecedentes legislativos de la Directiva 2002/47

Nos parece cuando menos aventurado suponer que el legislador comunitario no era plenamente consciente de lo que hacía al utilizar en la Directiva 2002/47 los términos «cash settlement and/or delivery of financial instruments» sin establecer limitación alguna con respecto al origen de dichas obligaciones de pago o entrega, excediendo así, supuestamente de forma involuntaria, el ámbito de aplicación de las garantías financieras a la cobertura de deudas originadas por la contratación de instrumentos financieros derivados o liquidación de operaciones sobre valores negociables que parecía contemplar el PASF. Del análisis de los actos preparatorios de la Directiva 2002/47 lo que concluimos, en primer lugar, es que la preparación de esta Directiva fue objeto de cuidadosa meditación, habiéndose establecido ya en 1999 por la Comisión Europea un panel de expertos (el denominado «Forum Group on Collateral»), que en la primavera del año 2000 se había reunido ya cinco veces para emitir sus recomendaciones⁽³²⁾ a la Comisión sobre las necesidades de reforma de las legislaciones nacionales de los Estados Miembros en relación con las garantías financieras. Igualmente, tal y como se indica en la propuesta de directiva presentada por la Comisión el 27 de marzo de 2001 (la «**Propuesta de la Comisión**»), el asunto se había estudiado ya por otros muchos grupos de trabajo, mencionando el Informe del Grupo Giovannini (*EU Repo Markets: Opportunities for a Change*) de octubre de 1999, el informe de la ISDA mencionado anteriormente en este trabajo, también de 1999, y el informe de junio de 2000 preparado por el Grupo Europeo de Abogados de Mercados Financieros. Si la voluntad era limitar el ámbito de las garantías financieras exclusivamente a las obligaciones resultantes de determinadas operaciones financieras, es indudable que dicha cuestión debería haber surgido claramente en el ámbito de las discusiones y recomendaciones de dichos grupos y la discusión hubiese tenido reflejo en los actos preparatorios de la Directiva 2002/47. Sin embargo, si analizamos en detalle la Posición Común adoptada por el Consejo de la Unión Europea el 5 de marzo de 2002⁽³³⁾ (la «**Posición Común**») sobre la adopción de una directiva sobre acuerdos de garantía financiera y la mencionada Propuesta de la Comisión, no encontramos rastro alguno de ese debate.

(32) Ver evaluación de impacto adjunto a la propuesta de directiva presentada por la Comisión el 27 de marzo de 2001 [COM (2001) 168].

(33) IF: 2001/0086 (COD).

4.2 Análisis de la Posición Común

Analizando detenidamente la versión inglesa de la Posición Común podemos extraer las siguientes conclusiones:

- (a) En cuanto al objetivo, se indica expresamente en la Posición Común que el propósito de la Directiva es crear un régimen comunitario uniforme para la utilización de valores y efectivo como garantía, tanto bajo las modalidades de garantías pignoraticias como de entrega de titularidad en garantía, todo ello «en orden a incrementar la certeza jurídica de dichos acuerdos»⁽³⁴⁾, sin que se haga referencia alguna a limitaciones en cuanto al ámbito de las obligaciones asegurables por dichos acuerdos.
- (b) Se indica igualmente, en el mismo apartado de objetivos, que la Directiva se debe incardinar en el contexto jurídico de la Directiva 98/26/EC sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y las Directivas relativas a la reorganización y liquidación de entidades de crédito⁽³⁵⁾, entidades aseguradoras⁽³⁶⁾ y el Reglamento Europeo de Procedimientos de Insolvencia [Reglamento (CE) 1246/2000], lo que indica claramente que el propósito de la Directiva 2002/47 se incardina en el ámbito general de refuerzo de la solvencia del sistema financiero europeo. Curiosamente, no se menciona la Directiva 2000/12/CE, sobre acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, que regula, entre otras cosas, los requisitos para que los acuerdos de compensación contractual de operaciones con instrumentos financieros tengan un efecto reductor del riesgo de contraparte.
- (c) Es indudable que el legislador comunitario se hizo eco de los efectos de la propuesta de Directiva y de su amplitud, al manifestar en la página 5 de la Posición Común que «En orden a lograr el correcto equilibrio entre, por un lado, la necesidad de no ampliar el ámbito de la Directiva indebidamente, en detrimento de los demás acreedores en una situación de insolvencia y, por otro lado, la necesidad de asegurar que los objetivos de la Directiva se alcancen, el Consejo ha juzgado necesario introducir en el Artículo 1(3) una opción para los Estados Miembros de limitar el ámbito del régimen especial establecido por la Directiva para los acuerdos de garantía financiera en los que ambas partes pertenezcan a la categoría de instituciones de carácter financiero indicadas en el Artículo 1(2)(a) a (d). Dado que el ejercicio de esta opción constituirá una excepción al régimen general establecido en la

⁽³⁴⁾ Apartado II (OBJECTIVE) de la Posición Común.

⁽³⁵⁾ Directiva 2001/24/CE.

⁽³⁶⁾ Directiva 2001/17/CE.

Directiva, se establece un procedimiento especial de notificación en el caso de que cualquier Estado Miembro haga uso de ella»⁽³⁷⁾.

En efecto, dicha opción quedó incluida en el artículo 1.3 de la Directiva 2002/47, con lo que los Estados Miembros tenían la facultad de limitar el ámbito de la Directiva exclusivamente a las deudas dinerarias o de entrega de instrumentos financieros surgidas de las operaciones contratadas exclusivamente entre las entidades mencionadas en su artículo 1.2, apartados (a) a (d)⁽³⁸⁾. En nuestra opinión, esta facultad de opción refleja, visto el considerando del Consejo anteriormente mencionado, que el legislador comunitario era plenamente consciente de la amplitud y el calado de la reforma que la Directiva suponía y decidió a estos efectos permitir a los Estados Miembros optar por la limitación de su ámbito, pero no por razón del origen de las obligaciones, sino por razón de los sujetos deudores y acreedores. El legisla-

(37) Traducción al castellano del autor.

(38) Dichas entidades son las siguientes:

(a) autoridades públicas [excluyendo a las empresas con garantía pública salvo que correspondan a las categorías (b) a (e)], incluidos: (i) organismos públicos de los Estados miembros encargados de la gestión de deuda pública o que intervengan en dicha gestión, y (ii) organismos públicos de los Estados miembros facultados para mantener cuentas de clientes;

(b) bancos centrales, el Banco Central Europeo, el Banco de Pagos Internacionales, un banco multilateral de desarrollo según se contempla en la sección 4 de la parte 1 del anexo VI 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 a su ejercicio (refundición) 1, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Europeo de Inversiones;

(c) entidades financieras bajo supervisión prudencial, incluidas: (i) Las entidades de crédito según se definen en el apartado 1 del artículo 4 de la Directiva 2006/48/CE, incluidas las entidades enumeradas en el artículo 2 de dicha Directiva, (ii) las empresas de inversión conforme se definen en el punto 1) del apartado 1 del artículo 4 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, (iii) las entidades financieras según se definen en el punto 5) del artículo 4 de la Directiva 2006/48/CE, (iv) las empresas de seguros conforme se definen en la letra a) del artículo 1 de la Directiva 92/49/CEE del Consejo, de 18 de junio de 1992, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo distinto del seguro de vida (tercera Directiva de seguros distintos del seguro de vida) 2 y las empresas de seguros tal como se definen en la letra a) del apartado 1 del artículo 1 de la Directiva 2002/83/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de noviembre de 2002, sobre el seguro de vida, (v) organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) conforme se define en el apartado 2 del artículo 1 de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), (vi) sociedades gestoras conforme se definen en el apartado 2 del artículo 1 bis de la Directiva 85/611/CEE;

(d) contrapartes centrales, agentes de liquidación o cámaras de compensación, conforme se definen, respectivamente, en las letras c), d) y e) del artículo 2 de la Directiva 98/26/CE, incluidas las instituciones similares reguladas por el Derecho nacional que actúen en los mercados de futuros, opciones y derivados en la medida en que no estén reguladas por dicha Directiva, y personas distintas de una persona física que actúen en calidad de fiduciarios o representantes en nombre de una o varias personas incluidos obligacionistas o titulares de deuda titulizada o instituciones de las que se definen en las letras a) a d).

dor español decidió no hacer uso de esta opción, con lo que en la transposición de la Directiva 2002/47 efectuada por el RDL 5/2005, su ámbito de aplicación subjetivo es el ámbito más amplio contemplado en la Directiva 2002/47⁽³⁹⁾.

- (d) Continuando con el análisis de la Posición Común a este respecto, se hace referencia expresa en su página 7 al concepto «relevant financial obligations» (obligaciones financieras principales) indicando que la Propuesta de la Comisión sobre la redacción de dicho término «se modificó para incluir la sustancia del Artículo 2(6) de la propuesta de la Comisión, la cual definía qué obligaciones debería incluir dicho término o en que consistirían»⁽⁴⁰⁾. No se dice nada más al respecto, ni se debate sobre el origen de dichas obligaciones. La redacción inicial de la definición del término «obligaciones financieras principales» contenida en la Propuesta de la Comisión tenía el siguiente tenor literal: «obligaciones financieras principales» significa, en relación con un acuerdo de garantía financiera, las obligaciones con respecto a las cuales se otorga la garantía financiera y a cuyo cumplimiento el otorgante de la garantía financiera tiene el derecho a la devolución del activo objeto de la garantía financiera o a la entrega de activos equivalentes»⁽⁴¹⁾. Las modificaciones propuestas por el Consejo de la Unión Europea cristalizaron en la actual redacción del término «obligaciones financieras principales» contenido en la Directiva 2002/47, más amplio que el contenido en la Propuesta de la Comisión. Sin embargo, de la redacción contenida en la Propuesta de la Comisión nada se infiere que pueda permitir una interpretación del término «obligaciones financieras principales» restringida a aquellas obligaciones de pago o entrega que resulten de determinadas obligaciones contractuales, ya que se refiere a dichas obligaciones como «las obligaciones con respecto a las cuales se otorga la garantía financiera», cualquiera que sean éstas, lo que a todas luces no impone restricción alguna por razón de su origen.

4.3 Análisis de la Propuesta de la Comisión

Por su parte, del análisis de la Propuesta de la Comisión, y en particular de la Memoria Explicativa que acompaña a la misma, podemos extraer las siguientes conclusiones:

⁽³⁹⁾ Lo que supone que el ámbito subjetivo del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 se extiende a las operaciones de garantía financiera contratadas por cualquier otra persona jurídica distinta de las mencionadas en el pie de página anterior, siempre que la otra parte sea una de dichas entidades.

⁽⁴⁰⁾ Traducción al castellano del autor.

⁽⁴¹⁾ Traducción del autor. La versión inglesa tiene el siguiente tenor literal: «“relevant financial obligations” means, in relation to a financial collateral arrangement, the obligations in respect of which the financial collateral is provided and on the discharge of which the collateral provider is entitled to the retransfer of the financial collateral or the transfer of equivalent collateral».

- (a) El apartado 1.2 de la referida Memoria Explicativa⁽⁴²⁾ reconoce expresamente la importancia que la Directiva 98/26/CE (sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores) ha tenido para dar seguridad jurídica a las operaciones mediante las que el Eurosistema provee de liquidez al sistema financiero de la Unión Europea al ofrecer liquidez a las entidades de crédito contra la entrega de activos en garantía. Según dicho apartado 1.2, los participantes del mercado monetario de la UE redistribuyen esta liquidez en el mercado monetario mediante operaciones bilaterales entre sí que compensan los excesos y los defectos de liquidez, y dichas operaciones de los mercados monetarios se suelen realizar sin garantías reales si son a corto plazo, y con garantías reales si son a largo plazo, reconociendo expresamente que ni la Directiva 98/26/CE ni ninguna otra legislación europea cubrían dicho aspecto de la política monetaria de la UE, añadiendo a continuación que al pretender reducir su riesgo de crédito mediante garantías reales, los participantes del mercado monetario se encontraban con quince regímenes jurídicos diferentes relativos a la perfección y otros aspectos del otorgamiento de garantías reales, así como otras tantas legislaciones concursales, además de las incertidumbres de ley aplicable a las garantías en operaciones transfronterizas.

Se concluye en este apartado 1.2 de la Memoria Explicativa que, a los efectos de cumplir con los objetivos del PASF de asegurar un mercado financiero europeo integrado y promover el funcionamiento ordenado de una política monetaria única en el ámbito de la Unión Monetaria Europea, se propone un régimen mínimo uniforme para el otorgamiento de garantías reales sobre efectivo y valores, tanto bajo acuerdos de carácter pignoraticio como acuerdos con transferencia de titularidad.

La redacción del apartado 1.2 de la Memoria Explicativa da a entender en nuestra opinión que la Comisión en ningún caso ha tenido en mente limitar el ámbito de las obligaciones asegurables por acuerdos de garantía financiera a aquellas derivadas de contratos específicos, sino en general a todas las obligaciones que surjan en el ámbito de los mercados monetarios, haciendo además referencia expresa al mercado de financiación interbancaria, lo que implica que las obligaciones asegurables mediante garantías financieras pueden derivarse de operaciones de simple financiación interbancaria.

- (b) El apartado 2.3 de la Memoria Explicativa por su parte reconoce expresamente que, en el desarrollo de la Propuesta de la Comisión, ésta ha tenido como objetivo buscar un equilibrio entre la máxima cobertura posible en términos de cubrir el mayor número de clases de acuerdos de garantía financiera, y la minimización de la interferencia en los sistemas jurídicos de los países miembros de la UE. Es por ello, como se indica expresamente, que la Propuesta de la Comisión se concentra en los principales aspectos de la

⁽⁴²⁾ Apartado segundo de su página 3.

utilización de acuerdos de garantía financiera en el ámbito de los mercados financieros mayoristas internacionales. Esto nos indica claramente que la preocupación de la Comisión por no interferir de manera excesiva en un ámbito jurídico tan complejo como el de las garantías reales y su protección concursal no está tanto en el origen contractual de las deudas asegurables por este tipo de garantías como en el ámbito de los sujetos deudores/acreditados y en el tipo de activos a utilizar como garantía, constituyendo estos dos últimos elementos los que marcarían los límites de la reforma, y no el origen contractual de las obligaciones asegurables.

- (c) Finalmente, es preciso mencionar los considerandos de la Comisión con respecto al análisis del artículo 2 de la Propuesta de Directiva⁽⁴³⁾. En concreto, con respecto a su artículo 2(6) la Comisión establece: «el Artículo 2(6) aclara que las obligaciones bajo un acuerdo de garantía financiera pueden incluir obligaciones futuras o contingentes (por ejemplo obligaciones bajo un swap u otro contrato de derivados) y obligaciones de terceros, y que un acuerdo del tipo “all monies” queda cubierto cuando la garantía se otorgue con respecto a cualquier deuda actual o futura debida al beneficiario»⁽⁴⁴⁾. De nuevo, no hay referencia alguna a un eventual propósito de la Comisión de limitar el ámbito de las obligaciones asegurables. Las referencias a obligaciones derivadas de contratos de swap o derivados en general se incluyen a título de ejemplo, lo cual quiere decir que quedan incluidas en el ámbito de la Directiva pero no son las únicas obligaciones asegurables y, al referirse al concepto «all monies», se reconoce expresamente la posibilidad de asegurar cualquier deuda actual o futura sin distinción de su origen.

Del análisis de los antecedentes legislativos de la Directiva 2002/47 no podemos por tanto, en nuestra opinión, concluir que el legislador comunitario pretendiese limitar el ámbito de aplicación de sus disposiciones a las obligaciones de pago o entrega surgidas de contratos u operaciones específicas (tales como la liquidación de operaciones sobre valores negociables o instrumentos financieros derivados). A nuestro entender, el ámbito de aplicación de la Directiva 2002/47 no debe determinarse por el origen contractual de las obligaciones garantizadas, sino por la naturaleza de los activos sobre los que se pueden constituir las garantías financieras y por el ámbito subjetivo de la norma, que reserva este tipo de garantías para el mercado de financiación mayorista. Por su parte, la letra del artículo 2.1 (f) de la Directiva 2002/47 tampoco establece restricción alguna a este respecto y, aun a riesgo de incurrir en un lugar ciertamente común de la interpretación jurídica, de haber querido limitar el ámbito de las obliga-

(43) Apartado 3 de la Propuesta de la Comisión.

(44) Traducción del autor. El texto en inglés tiene el siguiente tenor literal: «Article 2(6) makes it clear that the liabilities under a financial collateral arrangement may include future and contingent liabilities (for example liabilities under a swap or other derivatives contract) and liabilities of a third party, and that an “all monies” arrangement is covered where the collateral is provided for any debt owed now or in the future to the collateral taker».

ciones asegurables por su origen contractual, el legislador comunitario lo hubiese hecho expresamente. A mayor abundamiento, el redactado del apartado (i) del artículo 2.1 (f) de la Directiva 2002/47 establece que las obligaciones financieras principales pueden consistir total o parcialmente en «obligaciones actuales o futuras, reales, condicionales o posibles (incluidas las obligaciones procedentes de un acuerdo marco o similar)». Para nosotros está claro que la referencia a «las obligaciones procedentes de un acuerdo marco o similar» se refiere (valga la redundancia) a acuerdos marco de compensación contractual de instrumentos financieros derivados, operaciones de compraventa con pacto de recompra y operaciones dobles, operaciones de préstamo de valores y similares (ya que este tipo de operaciones se contrata habitualmente a través de este tipo de contratos), pero el hecho de que se refiera en un paréntesis a su inclusión, lo cual se hace sin duda a efectos aclaratorios, no puede querer decir otra cosa que las obligaciones procedentes de ese tipo de acuerdos son sólo una categoría de las muchas que pueden quedar incluidas en el ámbito de la definición.

4.4 La redacción del RD-L 5/2005

Como se ha indicado anteriormente, el RDL 5/2005 incorpora el término «obligaciones financieras principales» en el apartado 4 de su artículo sexto con una redacción muy similar a la de la Directiva 2002/47. Aunque, como decía el profesor F. DE CASTRO, el intérprete jurídico no debe detenerse en la corteza de las palabras, lo cierto es que la dicción literal de la norma no deja lugar a dudas sobre la amplitud del término «obligaciones financieras principales» ni deja entrever restricción alguna al respecto por razón del origen contractual de las mismas. Como reconoce alguna doctrina crítica con la norma⁽⁴⁵⁾, la dicción literal del precepto abona la interpretación amplia de la misma.

Por su parte, en el preámbulo del RDL 5/2005 se indica que, «Con la aprobación de esta directiva se persigue conseguir una amplia armonización comunitaria para todas las garantías financieras que formalicen las partes autorizadas, estableciendo ciertas limitaciones al determinarse que, por un lado, una de las partes ha de ser una entidad financiera, sujeta a autorización y supervisión pública, y por otro lado, se determina su aplicación, con carácter general, para las personas jurídicas». Reiteramos de nuevo, a la luz de la redacción de este apartado del preámbulo del RDL 5/2005, lo dicho con respecto a la Directiva 2002/47: Que el ámbito de aplicación del RDL 5/2005 no debe determinarse por el origen contractual de las obligaciones garantizadas, sino por la naturaleza de los activos sobre los que se pueden constituir las garantías financieras y, sobre todo, por el ámbito subjetivo de la norma, que reserva este tipo de garantías para el mercado de financiación mayorista, siendo éstas las únicas limitaciones que establece el legislador al ámbito de aplicación del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, limitaciones que el legislador ha considerado suficientes.

(45) DÍAZ RUIZ E. y RUIZ BACHS S., «Reformas Urgentes para el Impulso a la Productividad: Importantes Reformas y Algunas Lagunas», *Diario La Ley*, año XXVI, núm. 6240, 27 de abril de 2005, p. 9.

Hemos de indicar, también, que si el legislador español hubiese entendido que las consecuencias de la aplicación de dicha norma en su sentido más amplio hubiesen supuesto una reforma tan radical de nuestro sistema de garantías reales que ello hubiese requerido una reforma legislativa más profunda o llevada a cabo en otro contexto, podría haber utilizado las opciones de aplicación restringida que otorga la Directiva 2002/47, como es la de limitar el ámbito subjetivo de aplicación del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 a las operaciones entre las entidades descritas en el apartado 1 de su artículo cuarto, excluyendo por tanto las operaciones con personas jurídicas distintas, lo que hubiese limitado el ámbito de aplicación básicamente al sector financiero e interbancario⁽⁴⁶⁾. Sin embargo no lo hizo, y según conversaciones que en su día mantuvimos con representantes de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Hacienda sobre el RDL 5/2005, la consigna que presidió la implementación en nuestro ordenamiento de la Directiva 2002/47 era la de hacerlo con el ámbito más extenso posible permitido por dicha Directiva, con el fin de no restringir la competitividad de nuestro sistema financiero frente a los de otros países de la Unión Europea. Igualmente, podemos reiterar que, de haberse pretendido limitar el ámbito de aplicación del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 a las obligaciones de pago o entrega provenientes de contratos marco de derivados u operaciones sobre valores, el legislador lo hubiese hecho expresamente. De hecho, los redactores del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 lo tenían francamente fácil, pues hubiese bastado referirse en el apartado 4 de su artículo sexto (al definir «obligaciones financieras principales») a las obligaciones de pago o entrega resultantes de los acuerdos de compensación contractual y las operaciones financieras referidas en su artículo quinto (lo cual, de haberse llevado a cabo así, hubiese presentado, en mi opinión, serias dudas sobre su conformidad con los términos de la Directiva 2002/47).

4.5 Cuestiones de política legislativa

Como hemos visto en el apartado anterior, la Memoria Explicativa que acompaña a la Propuesta de la Comisión indica⁽⁴⁷⁾ que el propósito de la Directiva 2002/47 consistió en crear un régimen mínimo uniforme a nivel comunitario, regulador de la entrega o pignoración de efectivo o valores negociables⁽⁴⁸⁾ tanto mediante acuerdos de cesión en garantía como mediante la pignoración de estos activos, todo ello con el fin,

⁽⁴⁶⁾ Como ha hecho por ejemplo el legislador francés. Francia ejercitó el derecho de opción establecido en el artículo 1.3 de la Directiva 2002/47, por lo que el régimen previsto en la misma quedó limitado a las operaciones entre las entidades indicadas en el artículo L. 431-7 I del Código Monetario y Financiero, que incorpora al derecho francés la mencionada Directiva [es decir, las previstas en el artículo 1.2, apartados a (a) a (d) de la Directiva 2002/47]. No obstante, el legislador francés ha establecido un régimen específico expreso para las operaciones sobre instrumentos financieros realizadas por cualquiera de las entidades cualificadas mencionadas en el referido artículo L. 431-7 I y entidades no cualificadas, que se benefician de ciertas protecciones en situaciones concursales.

⁽⁴⁷⁾ Apartado 1.2 de dicha Memoria Explicativa.

⁽⁴⁸⁾ A los que hay que añadir determinados derechos de crédito, tras la modificación de la Directiva 2002/47 por la Directiva 2009/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009.

a su vez, de contribuir a la creación de un mercado financiero integrado y eficiente en la Unión Europea. Una interpretación restrictiva del ámbito de aplicación de la Directiva 2002/47 (y por tanto de sus normas de implementación a nivel comunitario) a determinadas obligaciones financieras por razón de su origen contractual desde luego no nos parece conforme con la política legislativa que deja traslucir la Propuesta de la Comisión en su Memoria Explicativa, ya que dejaría fuera de su ámbito todas las operaciones de financiación mayorista (salvo las que se llevasen a cabo vía «repos» o simultáneas), sin que encontremos motivo alguno de política legislativa que lo justifique. ¿A alguien se le puede ocurrir alguna razón de política legislativa por la que, por ejemplo, un préstamo con garantía de valores concertado entre los sujetos mencionados en la Directiva 2002/47 quede fuera de su ámbito, y esa misma operación económica, instrumentada a través de un «repo»⁽⁴⁹⁾, quede dentro del mismo? A nosotros, desde luego, no. Lo mismo cabe decir de la deuda resultante de la liquidación de un contrato marco de compensación contractual. Habiéndose declarado el vencimiento anticipado de dicho contrato y su liquidación, la eventual garantía pignoratícia sobre valores negociables otorgada en garantía de la deuda dineraria resultante a favor de la parte que corresponda gozaría (de estar los sujetos de la relación contractual comprendidos en el ámbito subjetivo requerido por el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005) del régimen de protección y ejecución previsto en dicha norma. Sin embargo, de aceptarse la interpretación restrictiva del ámbito de aplicación del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 por razón del origen de las obligaciones financieras principales propuesta por la doctrina anteriormente referida, la misma garantía, otorgada en aseguramiento de una deuda dineraria a favor del mismo sujeto y por igual importe, si la misma proviene, por ejemplo, de la liquidación de una operación de préstamo, quedaría fuera del ámbito de protección del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, lo cual, francamente, a nuestro entender resulta de muy difícil (por no decir que simplemente carece de) argumentación desde cualquier punto de vista de política legislativa.

4.6 Análisis jurisprudencial sobre la cuestión

La crisis económica que venimos padeciendo desde mediados del año 2007 ha propiciado que las disposiciones del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 se hayan puesto a prueba en numerosos concursos. La gran mayoría de autos y sentencias dictadas sobre esta norma se refieren a la calificación de los créditos derivados de permutas financieras y no a la cuestión que se debate en este apartado. Sin embargo sí que se han dictado algunos autos y sentencias sobre el particular analizado, y aunque

(49) Nótese que un «repo» u operación doble o con pacto de recompra es aquella [según definición prevista en el artículo 5.2.e) 2.º del RDL 5/2005] en la que «el titular de los valores los vende hasta la fecha de amortización, conviniendo simultáneamente la recompra de valores de idénticas características y por igual valor nominal, en una fecha determinada e intermedia entre la venta y la de amortización más próxima, aunque esta sea parcial o voluntaria». Es decir, que si el titular de los valores necesita financiación puede, bien tomar un préstamo y pignorar los valores (o cederlos en garantía) para asegurar sus obligaciones de pago bajo dicho préstamo, o bien vender los valores con pacto de recompra bajo un «repo». El resultado económico es el mismo, aunque el instrumento jurídico es claramente diferente.

su número sea ciertamente escaso, estamos en condiciones de afirmar que disponemos de valiosa jurisprudencia menor sobre la cuestión analizada en esta sección. Analicémosla y veamos si los Juzgados de lo Mercantil y Audiencias Provinciales que hasta la fecha han tenido la ocasión de analizar esta cuestión sostienen nuestra tesis sobre la interpretación literal y por tanto amplia del concepto de «obligaciones financieras principales».

*(a) Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 15)
de 30 de septiembre de 2008*

Esta sentencia es, según nuestro conocimiento, la primera en que se ha discutido el ámbito de aplicación del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 en el contexto de una garantía financiera prestada en garantía de la deuda resultante de una operación de crédito. La cuestión que se dilucidó ante la AP de Barcelona es si la realización de determinadas participaciones de un fondo de inversión y la posterior compensación del saldo obtenido contra el saldo deudor derivado de una póliza de crédito otorgada por una entidad financiera quedaban amparadas por las disposiciones del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, frente a las pretensiones contrarias de la Administración Concursal del deudor concursado.

Tras una disertación sobre el contenido y alcance del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, la AP de Barcelona, tras descartar (a nuestro juicio, acertadamente) que la cláusula compensatoria incluida en la póliza de crédito constituía un acuerdo de compensación contractual financiero de los mencionados en el artículo quinto de la norma citada, concluye expresamente en la sentencia que la operación garantizada constituye «un contrato de crédito, que confiere financiación hasta un límite de disposición, dotado de un sistema de garantías a favor de la entidad financiera», y añade: «No obstante, menos dudoso nos parece que la póliza integra un acuerdo de garantía financiera que concretamente quedó identificada con la comunicación de la parte acreditada a la que se ha hecho mención, en la que ésta autorizaba a la entidad de crédito a rescatar cierto fondo de inversión para la regularización de cualquier impagado que pudiera llegar de las líneas de descuento y comercio exterior que mantenía con dicha entidad. En este aspecto la operación de compensación por ejecución de la garantía pudiera quedar amparada por las disposiciones del RDL por estar incluida, también, en su ámbito de aplicación, que en este caso es muy amplio».

En su argumentación, la AP de Barcelona hace expresa referencia al ámbito de las obligaciones financieras principales garantizadas, definidas en el artículo 6.4 del RDL 5/2005, haciéndose eco, varias veces en la sentencia, de la crítica de «cierta doctrina» por lo amplio de dicha definición⁽⁵⁰⁾. A estos efectos, la AP de Barcelona concluye en su sentencia: «Se ha criticado por ciertos autores que el ámbito de aplicación, así descrito, resulta extraordinariamente amplio pues incluiría cualquier tipo de contrato singular o marco de prenda o garantía con cambio de titularidad que suponga un

⁽⁵⁰⁾ Sin duda, refiriéndose al artículo de DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S. anteriormente mencionado.

traspaso posesorio concertado por cualquiera de los sujetos enumerados en el art. 4 con otros de esos sujetos o con una persona jurídica, e incluso personas físicas, en el que se constituya una garantía o se transmitan en garantía valores negociables o instrumentos financieros o dinero abonado en cuenta, pudiendo acogerse a este régimen aquellas garantías constituidas para asegurar el cumplimiento de cualquier obligación que dé derecho a un pago en efectivo (cualquier obligación dineraria), resultado que se ha considerado excesivo para cumplir con la finalidad pretendida por la Directiva. Pero lo cierto es que los términos del RDL, en lo que afecta al ámbito de aplicación referido a las garantías financieras, es claro (por más que, para un sector, criticable) y no se restringe expresamente a la garantía de obligaciones principales relacionadas con la liquidación de instrumentos financieros, ya sea mediante su liquidación por diferencias o la entrega de esos instrumentos financieros, como tampoco lo hace en sentido restrictivo la Directiva comunitaria». En coherencia con esta posición, concluye la AP de Barcelona fallando a favor de la entidad de crédito, desestimando la demanda formulada por la Administración Concursal y concluyendo que no cabe, ni al amparo de la letra del RDL 5/2005 ni de la Directiva 2002/47, una interpretación restrictiva del ámbito del concepto de «obligaciones financieras principales»⁽⁵¹⁾.

(b) Autos del Juzgado de lo Mercantil núm. 9 de Madrid de 21 de septiembre de 2009 y 26 de noviembre de 2009

El primero de estos autos se dicta por el JMÉR 9 de Madrid en el contexto de una demanda incidental presentada por la entidad concursada (a la que se adhiere la Administración Concursal) con el objeto de paralizar la ejecución de una garantía financiera pignoratícia otorgada por la concursada en garantía de la financiación concedida bajo un contrato de crédito sindicado. Aunque la cuestión debatida era la procedencia de la suspensión de las actividades de ejecución de la garantía financiera pignoratícia sobre las acciones objeto de la misma, en el Auto el Sr. Magistrado del JMÉR 9 de Madrid se hace eco de nuevo de las críticas de cierta doctrina sobre el Capítulo II del RDL 5/2005 al establecer que «La regulación de las garantías financieras contenidas en el Real Decreto ha sido objeto de constante y abundante crítica en la doctrina (Abel Veiga Coipo Prendas y Fiducias Financieras o cómo sustraerse a la vía concursal, citado por la administración concursal, Díaz Ruiz/Ruiz Bachs «reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas»..., derivadas principalmente de la escasa calidad técnica, llena de equívocos y por momentos incomprensible que presenta el RD, provocado en gran parte por la traducción de la versión anglosajona de la directiva cuyos términos han pasado al RD, si bien se reconoce en dichas críticas cuál es el propósito del legislador y el alcance que haya de darse a los preceptos citados».

⁽⁵¹⁾ En la misma línea MANZANARES SECADES, A., «Garantías de operaciones financieras, situaciones concursales y acciones de reintegración: a propósito de una reciente sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona sobre el RDL 5/2005», *Diario La Ley* núm. 7109, 6 de febrero de 2009, p. 3 y ss.

En virtud del objeto social de la concursada, que era una sociedad patrimonial de tenencia de acciones cotizadas, la Administración Concursal defendió en su demanda que la garantía no podía calificarse de garantía financiera de las previstas en el RDL 5/2005 y que, atendido el objeto social de la concursada, debía de aplicarse el artículo 56 LC y haberse suspendido la ejecución de dicha garantía. Así, según cita el Auto, la posición de la Administración Concursal indicó que «no nos encontraríamos ante “obligaciones financieras” en cuanto no financian una actividad, sino obligaciones que conforman la actividad de una empresa, como es el caso de la sociedad tenedora de acciones, por lo que no estaríamos ante una garantía financiera *ex art. 6 y siguientes del RD 5/2005*, sino ante una garantía real en los términos del Art. 56 de la LC». El Sr. Magistrado concluye en el Auto lo siguiente: «En este sentido el ámbito de aplicación tanto subjetivo como objetivo diseñado en los art. 4 y 6 del RD, que recogen el art. 1 de la Directiva, es amplísimo y no cabe duda que en el ámbito subjetivo, incluye a la sociedades patrimoniales del tipo de la concursada, que dentro de su actividad realizaran operaciones en el mercado secundario de valores, y cuyos activos en definitiva no cabe duda pueden ser y lo son de forma habitual objeto de la correspondiente garantía, sin que el hecho de que como pueda ocurrir en este caso la totalidad de los títulos que posee la concursada estén pignorados, permita entender que estamos ante una categoría excluida del RD... Por otra parte no se puede tampoco estimar esa supuesta distinción en las obligaciones garantizadas en función de la afección de las mismas a una finalidad determinada, primero porque tanto los términos de la Directiva en su art. 2 como el RD en su art. 6 identifican la obligación financiera con las obligaciones garantizadas mediante un acuerdo de garantía financiera que dan derecho a un pago en efectivo o a la entrega de instrumentos financieros, con independencia de cual sea la finalidad de la obligación de pago adquirida, y en segundo término porque en el presente caso las garantías constituidas derivan de operaciones de pasivo tendentes a financiar la adquisición de nuevos instrumentos financieros y por lo tanto no cabe duda se insertan en el ámbito de su actividad o giro ordinario».

Vemos por tanto que, a pesar de que el origen de las obligaciones garantizadas no parece ser objeto de discusión en este incidente (proviene de un contrato de crédito sindicado), el Sr. Magistrado se hace eco, tanto de la doctrina crítica de la norma como de la Sentencia de la AP de Barcelona antes comentada, concluyendo expresamente sobre la amplitud del concepto de «obligaciones financieras principales» contenido en el artículo sexto del RDL 5/2005, independientemente de otras consideraciones y aceptando expresamente que operaciones de pasivo tendentes a financiar la adquisición de instrumentos financieros quedan incluidas en el concepto de obligaciones financieras principales previsto en el mencionado artículo sexto.

El mismo JMER reitera su posición en el auto de medidas cautelares dictado el 26 de noviembre de 2009, en el que se discute la aplicación de una medida cautelar de suspensión de ejecución de prenda sobre acciones por una entidad financiera, otorgada en garantía de un préstamo con garantía sobre acciones cotizadas otorgado por dicha entidad a la concursada. En dicho auto dicho juzgado reitera su posición, indicando que «No podemos olvidar que la prenda de acciones con las que se garantiza la operación cuya nulidad se anuncia se pretenderá a través de una declarativa posterior, entraría dentro del ámbito de aplicación del RDL 5/2005 de 11 de marzo, que en el Capítulo

II del Título I, transpone al ordenamiento jurídico español la directiva 2002/47 sobre garantías financieras, ello al estar comprendidos los contratantes en el ámbito de aplicación subjetivo del art. 4 del RDL y corresponderse la garantía concertada, esto es la prenda sobre las acciones con lo dispuesto en el art. 6 y 7 y garantizar una obligación de las prevenidas en el art. 6 de la norma, en este sentido se ha pronunciado este juzgado en auto de 21 de septiembre de 2009 y con anterioridad a propósito de una acción de reintegración la Audiencia Provincial de Barcelona Sec. 15, en Sentencia de 30 de septiembre de 2008».

(c) *Sentencia de la Audiencia Provincial de Tarragona (Sección 1.ª) de 13 de octubre de 2009*

En esta sentencia, dictada en apelación contra auto dictado por el JMER de Tarragona en relación con un incidente concursal, se plantea si una cláusula incluida en un contrato de descuento de efectos por el que se autorizaba a una entidad financiera para aplicar cualquier saldo a su favor a cubrir los descubiertos resultantes del referido contrato constituía una garantía financiera, a los efectos de salvaguardar la compensación efectuada por la entidad financiera una vez declarado el concurso, y atacada por la Administración Concursal.

LA AP de Tarragona falló en contra de la entidad financiera, siendo no obstante interesante a nuestros efectos uno de sus razonamientos, aunque parezca planteado más bien *obiter dictum*: «Por último respecto a que el acuerdo de compensación constituya una garantía financiera compensable al amparo del ya referido Decreto Ley, cuestión no planteada con precisión en la apelación, consideramos que las cláusulas incluidas en los contratos no reúnen las formalidades exigidas en el artículo 8 del RDL, pues en ellas no existe aportación del activo objeto de la garantía ni constancia de la aportación del mismo por escrito».

Lo interesante de esta sentencia es precisamente que rechaza la apelación de la entidad financiera contra el auto que rescinde la compensación practicada basándose, entre otros, en la inexistencia de una garantía financiera que reúna las formalidades exigidas por el Capítulo II del RDL 5/2005⁽⁵²⁾, pero en ningún caso plantea como motivo de rechazo la no aplicación del RDL 5/2005 a las obligaciones dimanantes del contrato de descuento objeto del litigio.

(d) *Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 9 de Madrid de 26 de marzo de 2010*

En esta sentencia, dictada en resolución de incidente concursal planteado por la Administración Concursal en el concurso 198/2009, se trata la solicitud de rescisión de determinadas cláusulas de un préstamo concedido por una entidad de crédito a la concursada con prenda sobre valores cotizados. Lo interesante de esta sentencia es que

(52) Según establece su artículo 8.2.

el Magistrado aborda la resistencia contra las acciones rescisorias concursales de las denominadas cláusulas de otorgamiento de garantías reales adicionales para el mantenimiento del ratio «loan to value». En efecto, nos encontramos en esta sentencia con un incidente concursal planteado por la Administración Concursal solicitando que, al amparo del art. 71 LC, se rescindan las cláusulas de un contrato de préstamo otorgado a la concursada para financiar la adquisición de determinadas acciones cotizadas, que obligaban al prestatario a mantener un ratio determinado (ratio loan to value) entre el importe de las obligaciones garantizadas y el valor de las acciones sobre las que se constituyeron las garantías, de tal forma que si el valor de las acciones correspondientes caía por debajo de determinado importe, el prestatario se obligaba a constituir nuevas garantías al objeto de restaurar dicho ratio al nivel pactado en el contrato⁽⁵³⁾. Como es lógico, la entidad de crédito demandada sostuvo en su defensa que la cláusula de estabilización de garantías resulta directamente prevista en el artículo décimo del RDL 5/2005 y que el artículo decimoquinto de la misma norma excluye la aplicación del art. 71 LC. Esta sentencia contiene interesantes conclusiones sobre varios aspectos del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 en el ámbito concursal (alguna de ellas ya citada anteriormente), pero con el fin de no extendernos en exceso, y a los efectos exclusivos de la argumentación sobre el ámbito de aplicación de la citada norma por razón de la naturaleza de las obligaciones garantizadas (en el supuesto contemplado en esta Sentencia, obligaciones derivadas de un contrato de préstamo), nos vamos a referir exclusivamente a las conclusiones que sobre este aspecto se reflejan en la sentencia. En ella, el Magistrado-Juez, aun haciéndose eco de la doctrina crítica sobre el ámbito de aplicación del Capítulo II del RDL 5/2005, concluye que al contrato litigioso le es aplicable la regulación contenida en el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, pues visto el contenido del contrato de préstamo que se discute y la póliza mercantil de contrato de prenda de acciones otorgada en su misma fecha, manifiesta que «no cabe duda, nos encontramos ante un acuerdo de garantías financieras, en el que para garantizar una obligación dineraria principal, en este caso derecho a exigir la devolución de principal e intereses del préstamo, se constituye una garantía mediante la pignoración de valores admitidos a cotización, estando suscrito dicho acuerdo entre una persona jurídica y una entidad financiera sometida a supervisión, por lo que cumple los requisitos objetivos y subjetivos diseñados en el RDL 5/2005 (art. 4 a 7) a fin de incluir en el

(53) Es esta una técnica habitualmente utilizada en los denominados «margin loans», préstamos otorgados para la financiación de adquisiciones de valores negociables, en los que el análisis del riesgo de crédito asumido por los prestamistas se enfoca primariamente al valor de las acciones adquiridas, que a su vez sirven de garantía del pago del préstamo, antes que a la solvencia del prestatario, que constituye una consideración secundaria en la evaluación del riesgo crediticio de la operación. Ello exige cláusulas de ajuste de garantías, de tal forma que es habitual que las partes fijen un ratio inicial entre el valor de las obligaciones garantizadas y el valor de las acciones objeto de garantía (denominado comúnmente «loan to value»), de tal forma que si dicho ratio desciende por debajo de determinado nivel, el prestatario se obliga a constituir nuevas garantías reales para restituirlo al nivel inicialmente pactado. Dada la rapidez con que los valores cotizados fluctúan, es también habitual que este tipo de préstamos incorporen cláusulas de vencimiento anticipado inmediato ante el incumplimiento por el prestatario de su obligación de otorgar garantías adicionales para restituir la ratio.

ámbito de aplicación diseñado por la citada la norma esta operación, siguiendo en este punto las Sentencias de 21 y 30 de Septiembre de 2008 de la Sección 15 de la Audiencia provincial y lo ya mantenido por este juzgado en los autos de 6 de agosto y 21 de septiembre de 2009».

De la jurisprudencia anteriormente analizada se desprende claramente que los Juzgados de lo Mercantil y Audiencias Provinciales que han tenido la ocasión de resolver incidentes concursales sobre operaciones en que las obligaciones garantizadas por garantías financieras se derivaban de contratos u operaciones distintas de las previstas en el artículo 5.2 del RDL 5/2005 (básicamente operaciones de crédito y préstamo), se han pronunciado expresamente y con rotundidad a favor de un ámbito de aplicación del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 coherente con una interpretación del concepto de «obligaciones financieras principales» acorde con la literalidad de las disposiciones del artículo 6.4 de dicha norma.

4.7 La reforma del RD-L 5/2005

El texto del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 ha sido modificado recientemente por la Ley 7/2011, de 11 de abril (en adelante, la «Ley 7/2011»), mediante la que se ha transpuesto al ordenamiento jurídico español la Directiva 2009/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009, que modifica, entre otras, la Directiva 2002/47⁽⁵⁴⁾. Dicha ley ha modificado el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 para, entre otras cosas, incluir entre los activos susceptibles de ser objeto de garantía financiera los derechos de crédito, entendiendo como tales los derechos pecuniarios derivados de acuerdos por los que una entidad de crédito otorga un crédito en forma de contrato de préstamo o de crédito, así como para aclarar algunos de sus preceptos, lo que ha conseguido con diversa fortuna. No es objeto de este trabajo analizar los cambios introducidos en el RDL 5/2005 por la Ley 7/2011, sino más bien analizar los no introducidos. En particular, el legislador no ha introducido modificación alguna en el apartado 4 del artículo sexto del RDL 5/2005, que contiene la definición de «obligaciones financieras principales», lo que, volviendo al argumento anteriormente expuesto y a riesgo de ser reiterativo, si el legislador hubiese pretendido limitar el ámbito de aplicación de dicha norma por razón del origen de las obligaciones, ha tenido oportunidad clara de hacerlo de nuevo mediante la Ley 7/2011 y sin embargo no lo ha hecho. Nótese que a través de esta ley se han realizado diversas modificaciones en el texto del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, que, como dice el preámbulo de la propia Ley 7/2011 («Además se lleva a cabo una revisión del texto para corregir y aclarar otros aspectos no relacionados con la transposición de la directiva, resolviendo así algunos problemas de inseguridad jurídica»), tienen por objeto corregir y aclarar el texto del RDL 5/2005, por lo que, según parece, el legislador está conforme con la actual amplitud del texto de la definición de «obligaciones financieras

⁽⁵⁴⁾ La Ley 7/2011 entrará en vigor el 1 de julio de 2011, por lo que no ha entrado aún en vigor a la fecha de redacción de este trabajo, salvo la disposición final segunda y la disposición final cuarta de dicha ley, que no son relevantes a nuestros efectos.

principales», máxime teniendo en cuenta que el legislador ha tenido tiempo y oportunidad de hacerse eco de las críticas al texto del RDL 5/2005.

5. ANÁLISIS DE ALGUNAS CUESTIONES RELATIVAS AL ÁMBITO DE APLICACIÓN SUBJETIVO DEL CAPÍTULO II DEL TÍTULO I DEL RD-L 5/2005 Y SU PROBLEMÁTICA PRÁCTICA

Como hemos comentado anteriormente, el artículo cuarto del RDL 5/2005 limita la aplicación de sus disposiciones a los acuerdos de compensación contractual y de garantías financieras en que las partes intervinientes estén incluidas en una de las categorías mencionadas en su apartado 1, que incluye a entidades públicas, bancos centrales y determinados bancos y fondos supranacionales, entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios y sus sociedades gestoras, fondos de titulización y sus entidades gestoras, fondos de pensiones y otras entidades financieras, así como organismos rectores de mercados secundarios, sistemas de liquidación, entidades de contrapartida central, agentes de liquidación o cámaras de compensación a que se refiere la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores (y otras entidades similares que actúen en los mercados de futuros y otros derivados).

El apartado 2 del citado artículo cuarto establece que el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 también se aplicará a los acuerdos de compensación contractual financieros y de garantías financieras en los que «una de las partes sea una persona jurídica no incluida en ninguna de las categorías relacionadas en el apartado 1, siempre que la otra parte pertenezca a alguna de dichas categorías».

Es cuestión pacífica que el legislador español no hizo uso de la facultad de opción que otorgaba la Directiva 2002/47 en su artículo 1.3 y por lo tanto el ámbito de aplicación subjetivo del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 se extiende a los acuerdos de compensación y garantías financieras contratadas entre personas jurídicas no enumeradas en el apartado 1 del referido artículo cuarto y a cualquiera de las entidades enumeradas en dicho apartado 1, siendo la circunstancia más habitual la contratación de este tipo de operaciones entre entidades financieras con clientes corporativos no financieros. Ello sin embargo plantea varias cuestiones interpretativas de indudable relevancia práctica que analizamos a continuación.

5.1 El mantenimiento en el tiempo de los requisitos subjetivos de las partes intervinientes

No ofrece duda alguna que si al inicio de la relación contractual cualquiera de las partes no cumple los requisitos subjetivos anteriormente mencionados, a la garantía o acuerdo de compensación contractual en cuestión no le serán de aplicación las disposiciones del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005. Se plantea sin embargo la cuestión de la pérdida sobrevinida de tal condición por la parte relevante, algo particularmente habitual en el caso de que dicha parte ceda su posición contractual a un tercero que no

cumpla dichos requisitos subjetivos. Esta posibilidad es muy habitual en las operaciones de financiación sindicadas, en las que a menudo participan prestamistas que no son entidades de crédito ni fondos regulados. La norma no da una respuesta a esta situación ni hemos encontrado sentencia alguna al respecto. La cuestión se complica aún más cuando en el ámbito de un sindicato de entidades financiadoras beneficiarias de garantías financieras encontramos entidades financieras beneficiarias que cumplen con los requisitos subjetivos previstos en el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 junto con otras entidades acreedoras y también beneficiarias que no los cumplen, en ambos casos compartiendo las mismas garantías financieras⁽⁵⁵⁾. Si la composición del sindicato de acreedores se conoce desde el momento del otorgamiento de las garantías financieras, siempre será posible agrupar a los acreedores que no cumplan con los requisitos subjetivos en uno o varios tramos concretos a los efectos de asignar el beneficio de las garantías financieras a otorgar a los tramos cuyos acreedores cumplan con los requisitos subjetivos. El problema sin embargo se plantea cuando, como resultado de cesiones posteriores en el ámbito de la sindicación de una operación de préstamo o crédito sindicado, acreedores que cumplen con los requisitos subjetivos previstos en el artículo cuarto del RDL 5/2005 acaban cediendo sus posiciones contractuales a entidades que no cumplen dichos requisitos, resultando en que diversos acreedores, unos pertenecientes al ámbito subjetivo previsto en el referido artículo cuarto y otros no, comparten las mismas garantías financieras.

En nuestra opinión, ante dicha situación, y llegado el momento de ejecutar las garantías financieras correspondientes⁽⁵⁶⁾, la problemática se plantea en dos ámbitos: en el de la ejecución de las garantías y en el de su tratamiento en el supuesto de concurso del deudor otorgante de las garantías.

- (a) Ejecución de las garantías financieras: En este ámbito el problema se nos antoja de muy difícil solución, salvo que se aplique a la cuestión un enfoque eminentemente práctico, ya que ejecutar una misma garantía a favor de diversos acreedores aplicando metodologías diferentes de ejecución según la naturaleza subjetiva de cada acreedor nos parece, si no imposible, de extrema dificultad práctica. Si el objeto de las garantías financieras consiste en efectivo en cuenta, no vemos diferencias sustanciales en el ámbito de su ejecución entre la metodología de ejecución por compensación prevista en el artículo 11.2.b) del RDL 5/2005 con la facultad de ejecución por compensación que la jurisprudencia ha venido reconociendo desde 1997 a las prendas

⁽⁵⁵⁾ Esta problemática se puede presentar también con las denominadas «hipotecas flotantes», reguladas en el artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria (según modificación introducida por el artículo 11.4 de la Ley 41/2007, de 7 de diciembre), que limita la posibilidad de constituir este tipo de hipotecas de máximo a favor exclusivamente de las entidades financieras a que se refiere el artículo 2 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y de determinadas administraciones públicas.

⁽⁵⁶⁾ Dejamos a un lado esta situación en lo que se refiere a los acuerdos de compensación contractual por cuanto que dichos acuerdos no son en general sindicables y su cesión no es tan habitual como en el ámbito de las operaciones de financiación.

sobre saldos de efectivo en cuenta⁽⁵⁷⁾, por lo que creemos que, bajo un enfoque eminentemente práctico, la garantía en cuestión se debería poder ejecutar válidamente de conformidad con lo dispuesto al efecto en el artículo 11.2.b) del RDL 5/2005.

El problema se plantea de forma más cruda si el objeto de la garantía financiera son derechos de crédito no vencidos y, particularmente, valores negociables, tanto si la garantía se ha constituido como garantía financiera pignoratícia como si se constituye como garantía con cambio de titularidad. En el caso que más habitualmente se presenta en el ámbito de las financiaciones con garantía sobre valores negociables, que es el de la pignoración de los mismos⁽⁵⁸⁾, la metodología de ejecución disponible, de no tratarse de una garantía financiera, sería ya el método de subasta previsto en el artículo 1872 del Código Civil, el previsto en el artículo 322 del Código de Comercio o el procedimiento judicial previsto en los artículos 681 y siguientes de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, según hayan previsto las partes en el contrato correspondiente, siendo habitual el pacto por el cual la parte beneficiaria puede elegir entre dichos métodos. Se plantea por tanto en este supuesto (vistas las dificultades prácticas de seleccionar métodos de ejecución diferentes para acreedores diferentes, cuando todos ellos son beneficiarios por igual de las garantías en proporción a su cuota en los créditos garantizados) cuál sería la metodología de ejecución a utilizar, ya que, por un lado, sería injusto privar a los acreedores pertenecientes al ámbito subjetivo previsto en el artículo cuarto del RDL 5/2005 de las posibilidades de ejecución previstas en el artículo 11.2.a) de dicha norma, pero también se podría alegar que se produciría un resultado injusto o incluso contrario a la ley que acreedores no pertenecientes al referido ámbito subjetivo se beneficien de dichas metodologías de ejecución. En nuestra opinión, al tratarse el objeto de la garantía de valores negociables debería haber la posibilidad de apropiación si ésta se efectúa a precios objetivos de mercado y no a una valoración arbitraria del beneficiario (aunque así estuviese pactada inicialmente), si admitimos la posibilidad de aplicar el *pacto marciano*⁽⁵⁹⁾, que en el ámbito de los valores negociables, particularmente si son cotizados, encontraría su campo ideal de aplicación. Igualmente, entendemos que debería ser de aplicación la posibilidad de ordenar la venta en bolsa de los valores (si se trata de valores cotizados) conforme establece el artículo 12.1 del RDL 5/2005, ya

(57) Sentencias del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 19 de abril y 7 de octubre de 1997.

(58) No es habitual ver operaciones de financiación con garantías sobre valores otorgada mediante cambio de titularidad, entre otras razones por las a menudo indeseables consecuencias fiscales y efectos contables que acarrea precisamente el carácter transmisivo del título bajo este tipo de garantías.

(59) Sobre la admisibilidad del pacto marciano recomendamos la lectura del artículo de REDONDO TRIGO, F., «El pacto marciano, el pacto “ex intervalo” y la fiducia “cum creditore” en las garantías financieras del Real Decreto ley 5/2005», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 699. Este autor se decanta por dicha admisibilidad en determinadas condiciones.

que el resultado de ordenar dicha venta en mercado al miembro del mercado depositario de los mismos no debería diferir del resultado de ordenar su venta a través de la sociedad rectora del mercado en cuestión, tal y como establece el art. 322 del Código de Comercio, que también prevé, al igual que el artículo 12.1 del RDL 5/2005, una ejecución inmediata mediante la venta de los mismos en mercado a través de un miembro del mismo. La aplicación de la metodología de venta prevista en cualquiera de ambos artículos no debería dar lugar a diferencias relevantes en cuanto al resultado, de utilizar uno u otro artículo⁽⁶⁰⁾. Cuestión distinta se plantearía si la garantía se hubiese otorgado sobre valores negociables no cotizados, en cuyo caso la cuestión se complica precisamente por la ausencia de un mercado, lo que obligaría bien a intentar su ejecución mediante apropiación sobre la base de una valoración objetiva de tercero, con el riesgo que supone el rechazo por los tribunales de la aplicación del *pacto marciano* en un litigio posterior, cuyo resultado sería incierto (al menos para aquellos acreedores que no cumplan con los requisitos subjetivos del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005), bien a decantarse por sacar los activos a subasta pública de conformidad con lo previsto en el artículo 1872 del Código Civil, o bien por la ejecución judicial de la prenda.

- (b) Tratamiento en el supuesto de concurso del deudor otorgante de las garantías: Claramente, aquellos acreedores que al tiempo de la declaración de concurso no cumplan con los requisitos subjetivos del artículo cuarto del RDL 5/2005 no podrán beneficiarse de la protección concursal prevista en esta norma para las garantías financieras. Existen dudas, sin embargo, sobre la aplicación de las normas de protección frente al concurso previstas en el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 con respecto a aquellas garantías financieras constituidas en beneficio de acreedores que, al tiempo de su constitución, no eran sujetos de los previstos en el ámbito subjetivo de su artículo cuarto pero que posteriormente cedieron su crédito (y, por accesoriedad, las correspondientes garantías financieras) a entidades incluidas en dicho ámbito, siendo estas últimas las acreedoras al tiempo de la declaración de concurso. El debate sobre el momento de la evaluación de la condición subjetiva de los acreedores concursales con el fin de determinar los efectos del concurso sobre determinados créditos concursales no es nuevo, ya que se

(60) Nótese a estos efectos la similitud del redactado del párrafo segundo de ambos artículos:

Art. 322 del CCom: «El organismo rector, una vez hechas las oportunas comprobaciones, adoptará las medidas necesarias para enajenar los valores pignorados, en el mismo día en que reciba la comunicación del acreedor, o, de no ser posible, en el día siguiente, a través de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial».

Art. 12.1 del RDL 5/2005: «El depositario de los valores, previa comprobación de la identidad del acreedor y de la capacidad del firmante del requerimiento para efectuar este, el mismo día en que reciba el requerimiento del acreedor o, de no ser posible, el día siguiente, adoptará las medidas necesarias para enajenar o transmitir los valores objeto de la garantía a través de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial».

planteó con intensidad en la doctrina y en la jurisprudencia menor concursal con respecto a la interpretación del artículo 93.2 LC⁽⁶¹⁾ (con anterioridad a la redacción dada a este artículo por el artículo 9.5 del Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo)⁽⁶²⁾. En nuestra opinión, debería aplicarse, por analogía, un criterio similar, ya que la garantía que, al tiempo de su constitución, aun a pesar de cumplir los requisitos objetivos requeridos por el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, no se otorgó en beneficio de acreedor que cumpliera los requisitos subjetivos previstos en dicha norma, no nació como garantía financiera de las previstas en el RDL 5/2005, y no debería poder adquirir esta cualidad *a posteriori* por la mera cesión posterior a un acreedor que cumpliera dichos requisitos subjetivos, pues ello podría dar lugar a resultados injustos, particularmente en lo que se refiere a la protección concursal contra las acciones rescisorias previstas en el artículo 71 LC. En efecto, el artículo 15.5 del RDL 5/2005 pretende limitar los efectos de la aplicación del artículo 71 LC, al establecer restricciones a su anulación o rescisión, estableciendo por tanto una excepción al régimen general de rescisión de operaciones perjudiciales para la masa activa previsto en el artículo 71 LC. Para beneficiarse de esta protección contra acciones rescisorias debería ser requisito, en nuestra opinión, que la garantía fuese una garantía financiera de las contempladas en el RDL 5/2005 al tiempo de su constitución (o de la aportación de la garantía), ya que es en ese momento en que habrá de evaluarse si el acto de constitución de la garantía produjo el perjuicio contemplado en el artículo 71 LC. No obstante, cabría igualmente argumentar, por analogía con lo previsto en el artículo 93.3 LC, que si la declaración de concurso del deudor se produce pasados dos años desde la fecha de cesión del crédito garantizado con garantía financiera a entidad que cumpla con los requisitos subjetivos requeridos por el RDL 5/2005, el defecto de requisitos

(61) Que regula la calificación subjetiva de determinados acreedores concursales como personas especialmente relacionadas con el concursado persona jurídica, a los efectos a su vez de calificar sus créditos como subordinados, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 92.5.º LC.

(62) Una buena muestra de las incertidumbres planteadas por dicho artículo la encontramos en el artículo de MANZANARES, A. y VILLORIA, I., «Algunos apuntes sobre los créditos subordinados en la nueva Ley Concursal», *Diario La Ley*, abril de 2004, pp. 6 y ss. El artículo 93.2 LC, en su anterior redacción, particularmente en sus apartados 1.º y 3.º, no dejaba claro en qué momento debía evaluarse la relación del acreedor en cuestión con la persona jurídica concursada a los efectos de determinar su calificación como persona especialmente relacionada y por ende la calificación de su crédito como subordinado, lo cual dio lugar a una considerable polémica doctrinal en torno a la interpretación de dicho artículo, y en particular al momento concreto en que la condición subjetiva del acreedor como persona especialmente relacionada debía tenerse en cuenta para determinar la calificación concursal de los créditos del acreedor en cuestión. La mayor parte de la doctrina, así como la jurisprudencia menor concursal, se inclinaron por interpretar que la evaluación había de hacerse en el momento del nacimiento del crédito concursal, recogiendo el legislador dicha tesis en la reforma del artículo 93.2 efectuada mediante el referido Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo.

subjetivos inicial debería quedar subsanado, siendo nuestra opinión favorable a dicha interpretación.

5.2 El concepto de «partes intervinientes» en los acuerdos de garantía financiera frente al concepto de «beneficiario y garante»

La Directiva 2002/47, al regular su ámbito subjetivo de aplicación, establece en su artículo 1.2 que «tanto el beneficiario como el garante» deberán estar incluidos en una de las categorías subjetivas indicadas en dicho artículo. El Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, en su artículo 4.1, se refiere sin embargo a las «partes intervinientes» sin especificar si éstas deben intervenir como garantes o beneficiarios, lo que plantea la duda de si basta que cualquier entidad de las previstas en dicho artículo 4.1 intervenga como parte de la relación jurídica contractual, sin que sea beneficiaria o garante, para que se den por cumplidos los requisitos subjetivos requeridos por dicha norma. En nuestra opinión, una interpretación coherente con lo dispuesto en la Directiva 2002/47 es que al menos una de las partes intervinientes pertenecientes a una de las categorías subjetivas indicadas en el referido artículo cuarto sea bien garante o bien beneficiario para que el acuerdo cumpla con los requisitos subjetivos previstos⁽⁶³⁾.

6. ALGUNAS CUESTIONES RELATIVAS A LA RESISTENCIA FRENTE A ACCIONES DE REINTEGRACIÓN CONCURSAL CON RESPECTO A ACUERDOS DE GARANTÍA FINANCIERA FORMALIZADOS CON FECHA ANTERIOR A LA DECLARACIÓN DE CONCURSO: RESISTENCIA DE LAS CLÁUSULAS DE MANTENIMIENTO DE GARANTÍAS «LOAN TO VALUE»

6.1 Exposición de la cuestión

Uno de los artículos quizá más polémicos del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 es su artículo decimoquinto, no sólo por lo complejo y farragoso de su redacción, particularmente de sus apartados 1, 2 y 3, sino por las dudas que ha suscitado su apartado 5. Haciéndose eco de la incertidumbre generada por este artículo, el legislador ha modificado dicho apartado 5 mediante la Ley 7/2011.

Con anterioridad a la reforma operada por la Ley 7/2011, el artículo 15.5 del RDL 5/2005 establecía que, «No obstante lo dispuesto en la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal, sólo podrán anularse acuerdos de garantías financieras o la aportación de éstas, formalizados o aportadas en un periodo anterior a la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa, cuando la autoridad administrativa o

⁽⁶³⁾ En la misma línea DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., «Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas», *Diario La Ley*, año XXVI, núm. 6240, de 27 de abril de 2005, p. 7.

judicial competente resolviera que el acuerdo de garantías financieras o la aportación de estas se han realizado en perjuicio de acreedores».

Este artículo trata de implementar el mandato contenido en el artículo 8 de la Directiva 2002/47, que establece que los Estados miembros garantizarán que tanto el acuerdo de garantía financiera como la prestación de garantía financiera en virtud del mismo no pueden declararse nulos o quedar rescindidos atendiendo exclusivamente al hecho de que el acuerdo de garantía financiera haya nacido o que las garantías financieras hayan sido prestadas en determinados momentos anteriores a la declaración de concurso o de la apertura del procedimiento de liquidación de que se trate, de tal forma que configura un régimen especial de resistencia frente al régimen general regulador de las acciones rescisorias concursales establecido en los artículos 71 y siguientes de la LC.

El principal problema interpretativo que planteaba el referido artículo 15.5 es el relativo al concepto de «perjuicio de acreedores» como excepción al régimen de «resistencia rescisoria» establecido en este artículo. Observemos que el considerando 16 de la Directiva 2002/47 establece que el régimen de protección frente a acciones de nulidad concursales «no significa que no pueda impugnarse, con arreglo a la legislación nacional, el acuerdo de garantía financiera..., cuando ello se ha hecho con la intención de perjudicar a los otros acreedores (con ello se cubre, entre otros aspectos, las actuaciones basadas en el fraude u otras normas de nulidad automática similares que puedan aplicarse en un periodo determinado)». Por su parte, el proyecto de RDL 5/2005, en su artículo 22, en la redacción de este mismo apartado decía en su última frase «... se han realizado en fraude de acreedores». Igualmente, el texto de la Disposición Adicional Décima de la Ley 37/1998, de 16 de diciembre (derogada con la promulgación del RDL 5/2005), indicaba en su apartado 4: «Las operaciones financieras o el acuerdo de compensación contractual que las regula sólo podrán ser impugnados al amparo del párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre fraude en dicha contratación».

El hecho de que el legislador español haya optado por redactar en su día el artículo 15.5 del RDL 5/2005 sustituyendo el término «en fraude de acreedores» por «en perjuicio de acreedores» ha tenido consecuencias interpretativas sustanciales, por cuanto que el concepto de fraude de acreedores exige un grado determinado de intencionalidad defraudatoria y no sólo un perjuicio objetivo a los acreedores⁽⁶⁴⁾, lo cual parece además contrario al espíritu y finalidad de la Directiva 2002/47, cuando no a la

(64) Tradicionalmente el *consilium fraudis* ha sido considerado como requisito subjetivo necesario para que prosperase la acción rescisoria por fraude de acreedores prevista por el Código Civil (arts. 1111 y 1291.3). Es cierto sin embargo que la jurisprudencia ha ido objetivando el concepto dada la dificultad de probar los elementos subjetivos del fraude de acreedores a fin de hacer factible en la práctica su operatividad, con lo cual bastaría una cierta conciencia o conocimiento de que mediante el acto de que se trate se origina un perjuicio, siendo suficiente demostrar el perjuicio producido y que éste era conocido, o debió serlo, por las partes (en este sentido se manifiestan, entre otras, las sentencias del Tribunal Supremo de 25 de enero de 2000, 20 de febrero de 2001, 15 de marzo de 2002 y 31 de octubre de 2002).

propia letra de la misma. Bien es cierto que dicho artículo 15.5 (en su redacción anterior a la reforma de 2011) reforzaba la posición de los acuerdos de garantía financiera frente al régimen del artículo 71 LC en la medida en que sustraía dichos acuerdos de su régimen de presunciones y por tanto, a nuestro entender, ello exigía que quien alegase dicho perjuicio lo hubiese de demostrar, aunque el texto literal de la norma no hiciese referencia a ello (tal y como sí que se exige en el apartado 3 del artículo decimosexto del RDL 5/2005 con respecto a las operaciones financieras y los acuerdos de compensación contractual).

En opinión de determinada doctrina, que compartimos, dicho artículo 15.5 se debía interpretar de forma coherente con el espíritu de la Directiva 2002/47 y por tanto aplicando un requisito intencional o *animus nocendi* que debía exceder del mero perjuicio patrimonial objetivo. Siguiendo a DÍAZ RUIZ, S. y RUIZ BACHS, S.⁽⁶⁵⁾, esta interpretación sería la más coherente con la redacción del referido artículo 15.5, ya que el texto del mismo comienza indicando «No obstante lo dispuesto en la Ley 22/2003», lo que claramente indica que este artículo pretendía configurar una regla especial frente al régimen general del artículo 71 de la LC⁽⁶⁶⁾. De admitirse, como hacen algunos autores, que dicho artículo 15.5 no impedía la aplicación del artículo 71 y siguientes LC con respecto a las garantías financieras en la forma y con los requisitos previstos en dicho artículo, el apartado 5 del referido artículo decimoquinto sería absolutamente innecesario y redundante, lo cual dejaría sin sentido dicho apartado y ello sería no solo absolutamente contrario a la vocación del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 como norma especial a efectos concursales, tal y como expresamente prevé la propia Disposición Adicional Segunda LC y como sugería el referido artículo 15.5 en su propio texto, sino contrario al espíritu y finalidad del legislador comunitario a este respecto.

6.2 Tratamiento jurisprudencial

La jurisprudencia sobre este particular, específicamente en lo que se refiere al artículo decimoquinto del RDL 5/2005, es sumamente escasa. Existe sin embargo una sentencia y un auto de medidas cautelares del Juzgado de lo Mercantil núm. 9 de Madrid (Sentencia de 26 de marzo de 2010 y Auto 475/2009, de 26 de noviembre) que abordaron la interpretación del mencionado artículo en un ámbito sumamente interesante, como es el de la prestación de garantías financieras adicionales (la sentencia fue dictada en resolución de incidente concursal planteado por la Administración Concursal en el concurso 198/2009 y el auto también en relación con la demanda incidental resuelta en la mencionada sentencia). Nos encontramos en la sentencia referida con

(65) En la obra anteriormente citada.

(66) En contra de este criterio interpretativo SANJUÁN Y MUÑOZ, E., «Ingeniería Financiera y Derecho Concursal», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* 6/2007, pp. 274 y ss., que entiende aplicables los artículos 71 y siguientes de la LC «por cuanto lo que se produce es la necesidad de acreditar un perjuicio a los acreedores (art. 15.5 RD) dentro de los periodos correspondientes e incluso a distribuir la carga de la prueba conforme a lo señalado en el artículo 71 LC».

un incidente planteado por la Administración Concursal solicitando que al amparo del art. 71 LC se rescindiesen las cláusulas de un contrato de préstamo otorgado a la concursada para financiar la adquisición de determinadas acciones cotizadas, y cuyas cláusulas obligaban al prestatario a mantener un ratio determinado (*ratio loan to value*) entre el importe de las obligaciones garantizadas y el valor de las acciones sobre las que se constituyeron las garantías, de tal forma que, si el valor de las acciones correspondientes caía por debajo de determinado importe, el prestatario se obligaba a constituir nuevas garantías al objeto de restaurar dicho ratio al nivel pactado en el contrato. Tras argumentar que al contrato litigioso le era aplicable el RDL 5/2005, el Sr. Magistrado-Juez concluyó lo siguiente:

- (a) Con respecto a la legitimación procesal: Se concluye que aun admitiendo y defendiendo que el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 y más en concreto, su artículo 15.5 supone legislación especial sobre la LC, sus efectos no pueden resultar en la exclusión de aquellas previsiones de la LC que no se vean afectadas por las reglas específicas tendentes a asegurar la eficacia y validez y, en particular, no puede suponer el desapoderamiento del juez del concurso para conocer de la pretensión de rescisión (o mal llamada «anulabilidad») del acuerdo de garantía financiera, ni sostenerse que la Administración Concursal carezca de legitimación para ejercitar dicha pretensión. Declara por tanto que la Administración Concursal tiene la legitimación procesal para ejercitar la acción de «anulabilidad» prevista en el artículo 15.5 del RDL 5/2005 y que el juez del concurso es la autoridad judicial competente para conocer de dicha acción.
- (b) Con respecto a la interpretación de concepto «en perjuicio de acreedores»: El Sr. Magistrado-Juez, tras analizar las dos interpretaciones del artículo 15.5 del RDL 5/2005 defendidas por las partes en el incidente⁽⁶⁷⁾, se decanta por la tesis defendida por la Administración Concursal, concluyendo lo siguiente al respecto en la referida sentencia: «El artículo 15.5 del RDL a diferencia de otras normas especiales contempladas en la DA 2.ª de la LC (art. 10 LMH), no contempla una pura acción pauliana, fundamentada en el fraude de los derechos de terceros, pues de ser así se hubiera incluido expresamente la exigencia de la actuación en fraude de acreedores, como ha hecho el legislador cuando ha configurado ese tipo de rescisión, ahora bien es

(67) La Administración Concursal defiende en su escrito de demanda una interpretación del artículo 15.5 del RDL 5/2005 en la que el perjuicio no se proyecta solo sobre la masa activa sino directamente sobre los acreedores, aunque requiriendo un plus en ese perjuicio, para no identificarlo con el perjuicio a la masa del art. 71 LC, plus que entiende se da en la actuación de los sujetos intervinientes en cuanto que, por la forma y el modo de realizar la operación, resultan conocedores del perjuicio que se causa al resto de acreedores. Por su parte, la representación de la entidad de crédito sostiene que el referido artículo 15.5 lo que regula es una acción de rescisión por fraude de acreedores, que si bien puede admitir respecto del deudor la *scientia fraudis*, exige en el otro contratante un *consilium fraudis*, exteriorizado en la defraudación de los derechos de tercero.

igualmente evidente que el art. 15.5 no puede configurar una rescisión basada en el mero dato objetivo del perjuicio a la masa pasiva, pues tal conclusión entraría en colisión con la utilización de la preposición “en”, que implica la valoración de un elemento subjetivo, más allá de la mera resultancia de la operación y por otro lado no tendría sentido la inclusión de una regla específica de rescisión amparada en el perjuicio patrimonial, ya contemplado en la LC, ese *prius* efectivamente habrá de centrarse en el elemento subjetivo, mediante valoración del comportamiento del deudor como del acreedor, cuando a la vista de las circunstancias concurrentes, normalmente en atención a una situación de preinsolvencia, se realiza una operación que refuerza la posición del acreedor en perjuicio del resto de los acreedores, con pleno conocimiento de ello por ambas partes». Dicha conclusión la avanzaba ya el Sr. Magistrado-Juez en el auto mencionado (que precedió a la sentencia comentada), al indicar, con respecto a la interpretación de la expresión «en fraude de acreedores» contenida en el referido artículo 15.5, que «Una primera aproximación al significado de dicho precepto es concluir que dentro del régimen específico y especial de las garantías financieras el art. 15 no se puede haber limitado a copiar el esquema impugnatorio del art. 71 y siguientes de la LC, pues en tal caso la previsión legal no tendría sentido, hemos de entender que exige algo más del mero perjuicio, como por otra parte resulta de la dicción literal que se refiere a la contratación en perjuicio de acreedores a que la contratación resulte perjudicial para los acreedores. Hemos de entender que sin embargo no es exigible una finalidad fraudulenta o *consilium fraudes*, sino que bastará un conocimiento o conciencia por parte de los contratantes del carácter perjudicial del acto (*scientia fraudes*), que la moderna jurisprudencia entiende incluso suficiente para la prosperabilidad de la acción rescisoria por fraude de acreedores (sentencias de 15 de marzo 2002 [RJ 2002, 2841], 13 junio 2003 [RJ 2003, 4304] y 21 junio 2004) y que indiciariamente podemos sostener se da en la cláusula debatida».

- (c) Con respecto a las cláusulas de aportación de garantías adicionales con el fin de mantener un determinado ratio de cobertura del ratio del valor de las garantías con respecto al saldo pendiente del préstamo (cláusulas de mantenimiento *loan to value* o VLT), el Magistrado-Juez reconoce que no se puede perder de vista el sentido y la naturaleza de las garantías adicionales al amparo de la cláusula de mantenimiento *loan to value* de la operación de préstamo analizada, argumentando que este tipo de cláusulas aparecen reflejadas tanto en la Directiva 2002/47 (en su considerando 15 y en el artículo 8 de la misma) como en los artículos 10 y 15.3 del RDL 5/2005, concluyendo que «Con arreglo a los preceptos citados es claro y evidente que el establecimiento de la cláusula LTV, a efectos de aportación de garantías financieras suplementarias, en sí misma no se puede considerar perjudicial, siquiera en términos objetivos, desde el momento en que goza de una cobertura legal específica y además y en puridad tampoco mejora la situación del acreedor en relación con la afeción del patrimonio del deudor al pago del crédito

garantizado, sino que mantiene en términos de valoración patrimonial ese grado de afección del patrimonio del deudor, ello atendiendo a que principalmente en materia de instrumentos financieros, puede producirse una gran alteración del porcentaje de riesgo asumido por el acreedor en relación con el crédito concedido y garantías constituidas, del mismo modo no podemos considerar siquiera estemos en el supuesto del art. 71.3.2 a la vista de la dicción del art. 10 del RDL antes citado». La Sentencia afirma por tanto la validez en sede concursal de las cláusulas de prestación de garantías suplementarias para el mantenimiento del ratio *loan to value*, siendo esta la primera sentencia de que tengamos conocimiento en que se trata la resistencia a las acciones rescisorias en sede concursal de este tipo de cláusulas. No obstante lo anterior, es preciso mencionar que la Sentencia establece unos límites a dicha protección al establecer que el caso sería distinto si con este tipo de cláusulas «no sólo se pretendiera el mantenimiento de ese equilibrio entre el importe del pasivo y valor de las garantías, sino que a través de un pacto de garantías suplementarias, se pretendiese reforzar la posición del acreedor, no ya manteniendo sino incrementando el valor de las garantías en relación al pasivo pendiente de pago, pues tal supuesto, que requeriría no sólo la finalidad sino que se hubiera logrado, excedería del ámbito de protección del art. 10 y 15.3 en una interpretación teleológica de dichos preceptos...». Parece indicar el Magistrado-Juez que si la cláusula de mantenimiento del ratio *loan to value* va más allá del mero mantenimiento de un ratio de valor específico con respecto al pasivo garantizado, la cláusula podría considerarse rescindible bajo el artículo 71 LC. Ciertamente, el artículo décimo del RDL 5/2005, al referirse a la aportación de garantías complementarias se refiere exclusivamente a «variaciones en el precio del objeto de la garantía o de la cuantía de las obligaciones financieras principales inicialmente pactadas», lo que no incluye cláusulas de ajuste de garantías como consecuencia, por ejemplo, de variaciones en los ratios de calificación crediticia del deudor, que quedarán sometidos al régimen general de rescisión en sede concursal previsto en los artículos 71 y siguientes LC.

Las conclusiones que podemos extraer de la sentencia comentada son las siguientes:

- a) En sede concursal, la legitimación para entender de cualquier acción de anulación o rescisión de las previstas en los artículos 15.5 y 16 del RDL 5/2005 corresponden en todo caso al juez del concurso, lo cual nos parece coherente con los principios de unidad legal, de disciplina y de sistema que informan la LC⁽⁶⁸⁾.

⁽⁶⁸⁾ La LC, en aras de estos principios, confiere al juez del concurso, en su artículo 8, jurisdicción exclusiva y excluyente con respecto a, entre otras, todas las acciones civiles con trascendencia patrimonial que se dirijan contra el patrimonio del concursado (con la excepción de determinadas acciones que no son relevantes a estos efectos).

- b) El concepto «en perjuicio de acreedores» contemplado en la anterior redacción del artículo 15.5 del RDL 5/2005 no se sitúa en el ámbito del fraude de acreedores, pero tampoco en el ámbito del perjuicio meramente objetivo previsto en el artículo 71 LC, requiriendo un plus de subjetividad que habrá que valorar en cada caso a la vista del comportamiento de las partes y el ánimo de lograr una posición de ventaja frente a los demás acreedores a la vista de la posible insolvencia del deudor. Si bien esta interpretación era preferible a una interpretación basada en el mero perjuicio objetivo por las razones anteriormente apuntadas, la posición intermedia buscada complicaba la aplicación práctica del precepto y por tanto la seguridad jurídica de los operadores financieros en un tema tan fundamental como la protección de las garantías financieras ante el ejercicio de acciones rescisorias concursales, y no nos parecía coherente con el texto de la Directiva 2002/47 ni con los antecedentes legislativos sobre este aspecto, por las razones anteriormente indicadas. Afortunadamente, el legislador tuvo en cuenta esta situación en la Ley 7/2011, como luego veremos.
- c) Con respecto al tratamiento de las garantías complementarias, y en particular las cláusulas de mantenimiento del ratio valor de los activos objeto de garantías/valor del saldo deudor (mantenimiento del ratio *loan to value*), la sentencia, de conformidad con lo previsto en el artículo décimo del RDL 5/2005, afirmó la validez en sede concursal de las cláusulas de prestación de garantías suplementarias y por tanto la resistencia concursal de las garantías adicionales constituidas de esta forma, siempre y cuando dichas garantías adicionales se otorgasen con el fin de mantener un ratio específico pactado y no supongan una mejora sobrevenida de las condiciones de garantía. Es por ello que este tipo de cláusulas de ajuste y los denominados «ratios *loan to value*» deberán pactarse con precisión al contratarse la operación. Las garantías adicionales que en su caso se otorguen con el fin de mantener dicho ratio quedarían dentro del ámbito de protección concursal del RDL 5/2005, pero no aquellas que supongan una mejora de dicho ratio a favor del acreedor ni aquellas cuyas obligaciones de aportación surjan como consecuencia de ratios que se fijen con respecto a parámetros distintos de la fluctuación de la cuantía de las obligaciones garantizadas o de los activos objeto de las garantías.

6.3 La reforma del artículo 15.5 del RD-L 5/2005

La Ley 7/2011 ha modificado la redacción del artículo 15.5 del RDL 5/2005, dejándola como sigue: «Los acuerdos de garantías financieras o la aportación de éstas, formalizados o aportadas, anteriores a la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa sólo podrán rescindirse o impugnarse al amparo de lo previsto en el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, por la administración concursal, que tendrá que demostrar que se han realizado en fraude de acreedo-

res». Con la entrada en vigor de la reforma aprobada por la Ley 7/2011 ⁽⁶⁹⁾, la polémica interpretativa relativa al concepto de «en perjuicio de acreedores» en el referido artículo 15.5 ha quedado ya zanjada, al sustituir expresamente dicha expresión por «en fraude de acreedores», con el plus intencional que ello conlleva. No obstante, hubiese sido deseable que el legislador hubiese modificado en la misma línea el artículo 16.3 del RDL 5/2005, que refiriéndose a las operaciones financieras o acuerdos de compensación contractual que las regula, establece que no podrán ser objeto de acciones de reintegración al amparo del artículo 71 LC, salvo mediante acción ejercitada por la administración concursal en la que «se demuestre perjuicio en dicha contratación», estableciendo así, aparentemente y sin justificación, dos regímenes de protección rescisoria concursal diferentes para las garantías financieras y para las operaciones financieras y sus acuerdos de compensación contractual.

7. RESISTENCIA FRENTE A ACCIONES DE PARALIZACIÓN DE EJECUCIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS

Uno de los objetivos que los operadores financieros buscan en el aseguramiento de sus riesgos con garantías financieras es la rapidez e inmediatez en la ejecución de dichas garantías, particularmente cuando el objeto de las garantías son valores negociables cotizados en mercados organizados, al ser activos cuyo valor es volátil por estar sometido a los vaivenes de los mercados financieros. Es por ello que una cuestión que se suscita de forma recurrente en la formalización de este tipo de operaciones es la capacidad del acreedor de ejecutar con rapidez este tipo de garantías y su resistencia frente a acciones de paralización o de moratoria en la ejecución, particularmente en el ámbito concursal o de otros procedimientos de liquidación administrativa.

Esta preocupación tuvo su reflejo en la Directiva 2002/47, que en su artículo 4.5 establece que «Los Estados miembros velarán por que el acuerdo de garantía financiera pueda aplicarse conforme a sus cláusulas a pesar de la apertura o la continuación de procedimientos de liquidación o la adopción de medidas de saneamiento con respecto al garante o al beneficiario», mandato que el legislador español recoge en el artículo 15.4 del RDL 5/2005, que establece 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». Podemos decir que la eficacia de las garantías financieras ante una situación concursal o de liquidación administrativa que afecte al deudor se sustenta en dos pilares básicos: la facultad de ejecución separada y sin interferencias relacionadas con la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa (tales como acciones de paralización, moratorias en la ejecución o la exigencia de ejecución ante el juez del concurso y bajo los trámites del procedimiento concursal) que afecte al pignorante, y su resistencia al ejercicio de acciones rescisorias, estando ambos pilares

⁽⁶⁹⁾ 1 de julio de 2011.

contemplados en los apartados 4 y 5 del artículo decimoquinto del RDL 5/2005, respectivamente. El objeto de este apartado es analizar la facultad de ejecución separada y sin interferencias concursales de las garantías financieras.

El artículo 56 LC establece un régimen de paralización temporal de las ejecuciones de garantías reales cuando estas recaigan sobre determinados bienes o activos del concursado, ya sea por estar afectos a su actividad profesional o empresarial o por constituir bienes o derechos necesarios para la continuidad de la actividad profesional o empresarial del deudor. Este artículo ha dado lugar a una numerosa jurisprudencia menor de los Juzgados de lo Mercantil y Audiencias Provinciales, marcada fundamentalmente por la casuística que necesariamente se deriva de la necesidad de decidir sobre la afección de los bienes objeto de la garantía a la actividad del deudor.

Por su parte, los artículos 8, 43 y 57 de la LC otorgan al juez del concurso la competencia exclusiva y excluyente para conocer de las ejecuciones de garantías sobre los activos objeto de la moratoria prevista en el artículo 56 de la LC⁽⁷⁰⁾ y el artículo 155 de la LC regula, en su apartado 4, la realización en el ámbito del concurso de bienes y derechos afectos a créditos con privilegio especial, para lo cual exige que se realicen en subasta salvo que el juez del concurso autorice la venta directa en determinados casos.

Las disposiciones de los artículos anteriores suponen que, tras la declaración del concurso, los acreedores del concursado con garantía real sobre sus bienes pueden quedar sujetos a una moratoria en la ejecución de sus garantías, lo cual supone, por un lado, la potencial paralización de la ejecución de dichas garantías por un plazo de hasta un año desde la fecha de declaración del concurso (art. 56.1 LC) y por otro, la potencial imposibilidad de ejecutar de forma separada las garantías correspondientes y la sustitución del método de ejecución pactado por las partes por el de la subasta judicial, tramitada ante el juez del concurso.

Vista la dicción literal del precepto y el carácter de norma especial del Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 con respecto a la LC, está claro que, independientemente de la naturaleza de los activos afectos a la garantía financiera de que se trate, según lo dispuesto en el artículo 15.4 del RDL 5/2005, la declaración del concurso del deudor ni podrá paralizar la ejecución de la garantía financiera, ni restringirla de ningún modo, pudiéndose ejecutar por el acreedor de forma separada y conforme a sus propios términos. Así lo entendió el Juzgado de lo Mercantil núm. 9 de Madrid en el ya comentado Auto de 21 de septiembre de 2009 que, en incidente concursal relativo a la aplicación del referido artículo 15.4 en relación con una prenda de acciones cotizadas,

(70) La posición sobre este particular no es pacífica, habiendo sentencias en que se concluye que dicha competencia del Juez del concurso se extiende para conocer de toda ejecución de garantías reales que se lleve a cabo tras la declaración de concurso [Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sec. 15) de 28 de junio de 2007] y otras en que dicha competencia se extiende únicamente a garantías reales sobre aquellos activos que no entran en el ámbito del artículo 56 LC [Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Alicante (Auto de 29 de septiembre de 2009), Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Oviedo (Auto de 1 de marzo de 2006), Juzgados de lo Mercantil núm. 8 y núm. 9 de Madrid (Autos de 2 de octubre de 2009 y 19 de enero de 2010, respectivamente)].

estableció que el principio de universalidad de la masa pasiva y activa del concurso no es absoluto, ya que el propio artículo 76 de la LC prevé excepciones a dicho principio y el artículo 49 de la LC contiene un inciso final en tal sentido, al afirmar que esa integración de todos los acreedores en la masa pasiva del concurso se producirá «sin más excepciones que las establecidas en las leyes», por lo que, excepcionalmente, determinados acreedores pueden ejecutar sus créditos contra determinados bienes del concursado separadamente del proceso concursal y sin sujeción a la paralización establecida en el artículo 56 LC. En dicho Auto el Magistrado-Juez concluye lo siguiente: «Y es que por más que pueda considerarse criticable *de lege ferenda* la salida del concurso de las obligaciones financieras y de los acreedores crediticios titulares de las garantías reguladas en el Real Decreto, lo cierto es que el texto no deja lugar a una interpretación distinta de la mantenida en el auto recurrido, esto es contiene una normativa específica frente a la regulación general de la ley concursal, contemplando una situación crediticia no prevista por la norma, que en su contenido obvia la disposición comunitaria, y que por lo tanto mantiene una fuerza arrolladora que se impone al contenido de la LC, o mejor dicho al silencio de la ley concursal sobre la materia, modulando o excepcionando los principios básicos que la integran».

No conocemos otros autos ni sentencias que traten la aplicación del mencionado artículo 15.4⁽⁷¹⁾, lo que indica, a nuestro entender, que las garantías financieras constituyen una proporción poco significativa dentro del ámbito de las garantías reales otorgadas por las sociedades mercantiles no financieras, lo que es lógico, ya que los activos sobre las que éstas pueden recaer (efectivo en cuenta y valores negociables, particularmente si se trata de valores cotizados⁽⁷²⁾) constituyen fuentes de liquidez que raramente se mantienen inmovilizadas o disponibles para servir de garantía⁽⁷³⁾ y por tanto su disponibilidad para constituir garantías reales es escasa, lo que constituye una muestra de la especialización de las garantías financieras y lo, a nuestro entender, infundado de los temores de cierta doctrina sobre el impacto de la reforma de nuestro derecho de garantías introducido por el Capítulo II del Título I del RDL 5/2005, que ha sido más bien poco significativo.

(71) Con respecto a la consideración de los valores negociables como bienes afectos (a los efectos del artículo 56 LC) cabe mencionar la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Pontevedra de 31 de mayo de 2010, en el que declara no ser bienes afectos a la actividad de una empresa constructora los valores negociables adquiridos a título de inversión.

(72) También podrán ser activos objeto de garantías financieras los derechos de crédito derivados de préstamos o créditos otorgados por entidades de crédito tras la reforma operada por la Ley 7/2011, aunque dichos derechos únicamente serán disponibles por las entidades financieras (salvo cesión posterior a entidades no financieras, aunque no vamos a analizar esa situación en este trabajo por exceder del ámbito del mismo).

(73) Cierto es que es habitual en el tráfico otorgar prendas sobre saldos en cuentas corrientes bancarias en garantía de operaciones de financiación, sin embargo se trata habitualmente de prendas que no inmovilizan el saldo, con lo que a la hora de ejecutarlas es habitual también que el saldo disponible en dichas cuentas sea muy escaso o poco significativo.

En cualquier caso, es preciso tener en cuenta que el artículo 15.4 del RDL 5/2005 no constituye un blindaje absoluto contra las interferencias judiciales a la ejecución de las garantías financieras derivadas de la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa, ya que en caso de que se plantee cualquier cuestión relativa a la potencial rescisión del acuerdo de garantías financieras o cualquier otra demanda incidental, bien fundada en derecho o no, pueden dar lugar a la suspensión cautelar de la ejecución de las garantías financieras en tanto se dilucida la cuestión de fondo⁽⁷⁴⁾. Esta posibilidad ha de tenerse muy en cuenta por los operadores financieros, ya que puede suponer un retraso en la ejecución de las garantías correspondientes que puede afectar significativamente al resultado de la ejecución de dichas garantías, si se han constituido sobre valores cotizados, dejando al acreedor a expensas de las fluctuaciones del precio de los valores correspondientes durante el periodo de suspensión cautelar, que además puede ser un periodo prolongado.

8. ALGUNAS CUESTIONES RELATIVAS A LA EJECUCIÓN DE GARANTÍAS FINANCIERAS PIGNORATICIAS SOBRE VALORES MEDIANTE VENTA: METODOLOGÍAS DE VENTA DE VALORES NEGOCIABLES

8.1 Exposición de la cuestión: El silencio de la norma sobre las modalidades de venta

En este apartado abordamos una cuestión específica de las garantías financieras constituidas sobre valores admitidos a cotización en mercados secundarios de valores españoles, que es la relativa a las modalidades de venta en ejecución de la garantía en cuestión.

El artículo duodécimo del RDL 5/2005, relativo al procedimiento de ejecución de las garantías financieras pignoratias, establece en su apartado primero que siendo el objeto de la garantía financiera valores negociables u otros instrumentos financieros registrados en una entidad participante en un sistema de compensación y liquidación español, una vez producido el supuesto de ejecución y efectuada la liquidación de las obligaciones por las que se ejecuta, «la parte acreedora podrá solicitar la enajenación de los valores dados en garantía u ordenar su traspaso libre de pago a su cuenta» a cuyos efectos prevé que se entregue el requerimiento correspondiente al depositario, el cual «previa comprobación de la identidad del acreedor y de la capacidad del firmante del requerimiento para efectuar éste, el mismo día en que reciba el requerimiento del acreedor o, de no ser posible, el día siguiente, adoptará las medidas necesarias para

⁽⁷⁴⁾ Por ejemplo, ver auto de medidas cautelares 475/09 dictado por el Juzgado de lo Mercantil núm. 9 de Madrid de 26 de noviembre de 2009, en el que el Juez del concurso requiere a un acreedor que se abstenga cautelarmente de proceder a la ejecución extrajudicial de un acuerdo de garantías financieras sobre acciones cotizadas en tanto se dilucida la solicitud de rescisión del mismo planteada por la administración concursal.

enajenar o transmitir los valores objeto de la garantía a través de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial».

Nada se indica al respecto sobre las modalidades de venta que se pueden utilizar, pues el artículo decimotercero del RDL 5/2005 se limita a establecer criterios de valoración de las garantías y de las obligaciones financieras principales, que habrán de efectuarse «de manera comercialmente correcta» y «se habrán de ajustar al valor actual de mercado de los valores negociables aportados como garantías», lo que sugiere que este artículo establece más bien criterios de valoración de aplicación a los supuestos de ejecución por apropiación y no a los supuestos de ejecución sobre valores cotizados mediante su venta a terceros en mercados secundarios organizados de valores, que por definición se ejecutan a su precio de mercado.

8.2 La problemática de la ejecución mediante venta de grandes volúmenes de acciones cotizadas en Bolsas de Valores Españolas

La cuestión anteriormente planteada carece de relevancia cuando se trate de vender en el correspondiente mercado secundario organizado (en ejecución de la garantía financiera pignoratícia) pequeños paquetes de valores o acciones cotizadas en dicho mercado, que podrán venderse en mercado en una o varias sesiones mediante la introducción de las órdenes de venta correspondientes a través del correspondiente miembro del mercado. La cuestión se complica sin embargo cuando la garantía financiera pignoratícia recaiga sobre un paquete accionario (o de otros valores) cuyo volumen sea significativo en relación al volumen negociado en el mercado secundario correspondiente sobre el valor en cuestión. En esta situación, la ejecución de la garantía financiera mediante la introducción de órdenes de venta en el mercado sobre la totalidad del paquete podría suponer severas fluctuaciones a la baja del precio de cotización del valor en cuestión que acaben perjudicando el valor de realización de la garantía financiera, perjuicio que afectaría no solo al acreedor, al obtener un menor valor de realización, sino al propio deudor y a terceros acreedores del mismo, lo que podría fundar acciones de responsabilidad contra el acreedor ejecutante. Dichas fluctuaciones pueden perjudicar igualmente al resto de inversores u operadores del mercado con posiciones en el valor en cuestión y podrían constituir una infracción de las normas de conducta previstas en el artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que prohíbe la realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios⁽⁷⁵⁾. En efecto, la introducción masiva de órdenes de venta en el mercado con el

⁽⁷⁵⁾ En este sentido, el artículo 3 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, establece como indicios de prácticas que falsean la libre formación de precios en el mercado, a efectos de lo previsto en el artículo 83 ter de la mencionada ley, entre otras, «en qué medida las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones del valor o instrumento financiero de que se trate en el mercado regulado correspondiente, en especial cuando las órdenes dadas o las operaciones realizadas producen un cambio significativo en el precio del instrumento financiero» [art. 3.2.a) del Real Decreto 1333/2005], o «si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas por personas con una posición significativa de compra o venta en valores o instrumentos financieros producen cambios significativos en su cotización...» [art. 3.2.b) del Real Decreto 1333/2005].

objeto de ejecutar una garantía financiera pignoratícia sobre un paquete sustancial de valores cotizados puede afectar a la integridad del mercado y a la libre formación de precios, tutelados por el artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, pudiendo resultar en una infracción muy grave de dicha ley, de conformidad con lo previsto en su artículo 99.i)⁽⁷⁶⁾. Por ello, la entidad acreedora ejecutante de una garantía financiera pignoratícia sobre un paquete sustancial de valores negociables admitidos a cotización en un mercado secundario organizado español se enfrenta a la necesidad de mantener un equilibrio entre la necesidad de ejecutar la garantía con celeridad, para minimizar el riesgo de pérdida de su valor por fluctuaciones generales del mercado, frente a la necesidad de no provocar, como consecuencia de dicha ejecución, una fluctuación específica anormal en el precio de los valores ejecutados que acabe constituyendo una infracción de la normativa del mercado de valores y perjudique a terceros, con el consiguiente riesgo de incurrir en las correspondientes responsabilidades.

Ante la disyuntiva anterior cabe proponer dos posibilidades:

- (a) Ejecución de la garantía mediante la venta de los valores en varias sesiones ordinarias de mercado⁽⁷⁷⁾: Ni el artículo duodécimo ni el artículo decimotercero del RDL 5/2005 exigen que la ejecución mediante venta de valores se efectúe en una o más fechas concretas, ni por tanto restringen el número de sesiones de negociación en que la venta se puede llevar a cabo. La cuestión que se plantea por tanto es cuál es el criterio que el ejecutante debería emplear para decidir el número de sesiones de mercado a utilizar para la ejecución de la garantía. A nuestro entender, el criterio «comercialmente correcto» debe venir dado por la conjunción entre rapidez de ejecución y mínimo

⁽⁷⁶⁾ Que califica como infracción muy grave el incumplimiento de lo dispuesto en su artículo 83 ter cuando produzca una alteración significativa de la cotización.

⁽⁷⁷⁾ La estructura del mercado bursátil español se caracteriza por ser un sistema de mercado con información en tiempo real dirigido por órdenes. La mayoría de los valores forman parte de la denominada modalidad de *Contratación General*, la cual se basa en un mercado continuo dirigido por órdenes con una subasta de apertura al inicio de la sesión y con una subasta de cierre al final de la misma (que constituye un *mercado abierto o de órdenes*). También existe una modalidad de contratación específica denominada *Contratación de Valores con Fijación de Precios Únicos: Fixing*, a través de la cual los valores que en ella cotizan están toda la sesión en subasta existiendo dos periodos de asignación de valores. Existen además (entre otros) otros segmentos del mercado: El denominado Mercado de Bloques (mercado que permite efectuar operaciones de gran volumen durante sesión abierta del mercado continuo de órdenes) y el denominado Mercado de Operaciones Especiales, mercado de ejecución de operaciones tras el cierre del mercado continuo de órdenes, mediante el cual se comunican operaciones autorizadas o comunicadas que deben cumplir determinados requisitos de volumen y precio, y diseñado para operaciones de gran tamaño, especialmente utilizado por grandes inversores institucionales (fuentes: *Informe sobre descripción del modelo de mercado* publicado en febrero de 2010 por Bolsas y Mercados Españoles/*Informe Anual* de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación. Ejercicio 2009). Las operaciones de bloques referidas en este trabajo son las que se ejecutan en el denominado Mercado de Operaciones Especiales. No obstante, lo dicho con respecto a estas operaciones es también extrapolable a las operaciones de bloques que se realicen en el denominado Mercado de Bloques.

impacto posible de la misma en la libre formación de precios del valor en cuestión, lo que exige determinar un volumen máximo de ventas a ejecutar por sesión que se estime como razonable.

A estos efectos, en nuestra experiencia, la CNMV ha venido requiriendo que en las ejecuciones de prendas sobre valores cotizados cuyo volumen pueda afectar al precio del valor en cuestión no se supere el límite del 25% del volumen medio diario de contratación del valor durante un periodo de referencia inmediatamente anterior y no se concentren las órdenes de venta en momentos concretos (sobre todo al cierre del mercado), de tal forma que se minimice el impacto de las operaciones de ejecución en la cotización del valor. Dicho criterio de establecer el límite de ventas en el 25% del volumen medio diario durante un periodo de referencia anterior es similar al contemplado para la adquisición de acciones propias por sus emisores en el Reglamento (CE) 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros⁽⁷⁸⁾, y se ha venido aplicando por la CNMV también para las ventas en corto de acciones relacionadas con la cobertura de las denominadas líneas de capital⁽⁷⁹⁾, por considerarse que constituye un límite razonable a los efectos de evitar fluctuaciones excesivas de los precios de los valores en cuestión⁽⁸⁰⁾.

(78) Dicho Reglamento, que desarrolla determinados aspectos de la normativa de abuso de mercado, establece determinadas actividades que, de llevarse a cabo de conformidad con lo dispuesto en el mismo, no constituirán abuso de mercado. En concreto, en relación con los programas de recompra de acciones propias, el Reglamento establece una restricción al volumen de las operaciones, que no podrán exceder del 25% del volumen medio diario negociado en los veinte días hábiles anteriores a la fecha de compra (sujeto a determinadas excepciones).

(79) En relación con los requisitos exigidos por la CNMV para las ventas en corto en cobertura de las denominadas «líneas de capital», véase el artículo de REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J. «La línea de capital (“equity line”) como técnica de financiación mediante recursos propios de las sociedades cotizadas», *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez* núm. 10/2005, p. 10.

(80) Dicho porcentaje del 25% del volumen de contratación (en este caso como límite a exceder) se utiliza también como uno de los requisitos exigidos por el artículo 2.2.º del Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados, para permitir que los miembros de las Bolsas de Valores Españolas puedan autoaplicar órdenes de compra y venta de signo contrario que concurren en ellos sin formularlas públicamente a través del sistema de contratación bursátil y fuera del horario de éste (las denominadas aplicaciones bursátiles), así como para ofrecer contrapartida por cuenta propia, realizar operaciones bursátiles especiales entre miembros o realizar las denominadas operaciones bursátiles con toma de razón. Así, el RD 1516/1991 se remite, en su artículo 2.2.º c), al volumen medio de contratación que fije el Ministerio de Economía y Hacienda, que mediante la Orden Ministerial de 5 de diciembre de 1991, sobre operaciones bursátiles especiales, estableció el 20% de la media diaria de contratación del valor de que se trate durante el trimestre anterior, si se trata de valores negociados en el Sistema de Interconexión Bursátil, y el 25% de dicha magnitud, si se trata de valores negociados a través de otro sistema de negociación.

La problemática que se plantea para los acreedores ejecutantes, de proceder a ejecutar la garantía mediante la venta de los valores en varias sesiones ordinarias de mercado con sujeción a los límites de volumen anteriormente referidos, es que si el volumen del paquete de valores a ejecutar es muy grande en relación a su liquidez bursátil, el proceso de ejecución se puede alargar durante un número de sesiones de mercado inasumible para el ejecutante, que queda expuesto durante todo ese periodo a la incertidumbre y el riesgo de las fluctuaciones que el mercado en general y el valor en particular pueda experimentar durante el periodo de ejecución requerido. Ello plantea el análisis de la viabilidad de la alternativa de venta que analizamos a continuación.

- (b) Ejecución de la garantía mediante la venta de los valores a través de una operación de las denominadas «operaciones bursátiles especiales»: Las denominadas «operaciones bursátiles especiales» se regulan por el Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados (en adelante, «**RD 1416/1991**») y su normativa de desarrollo, como modalidades de operaciones bursátiles a título de compraventa, que por sus características están sujetas a determinados requisitos mínimos de precio, importe y volumen. Excede del ámbito de este trabajo el análisis jurídico de este tipo de operaciones, por lo que nos limitamos a indicar algunas notas básicas de este tipo de operaciones de compraventa bursátil, y más en concreto de las recogidas en el artículo 5 del RD 1416/1991, definidas como operaciones con toma de razón⁽⁸¹⁾. Se trata de modalidades de operaciones bursátiles a través de las cuales las partes transmiten paquetes accionariales de gran tamaño, a precios convenidos entre las mismas por referencia al valor de cotización bursátil, pero no necesariamente al mismo precio de cotización del día, que no se introducen directamente en el sistema de contratación sino que se convienen directamente por sus partes tras el cierre del mercado, comunicándose al mercado mediante la toma de razón de un miembro de la correspondiente Bolsa, que se encarga de su liquidación actuando para comprador y vendedor. Dichas modalidades de compraventa bursátil facilitan por tanto la transmisión de grandes paquetes accionariales, cuyo tamaño y volumen haría inviable la venta inmediata si se hubiesen de introducir en el sistema ordinario de contratación.

La CNMV, en su Consejo de 19 de diciembre de 2007, acordó la publicación de determinados criterios de actuación sobre la colocación en el mercado o

(81) Por operaciones con toma de razón se entienden aquellas operaciones de compraventa sobre valores cotizados en Bolsa de Valores convenidas directamente entre compradores y vendedores que no son miembros de la correspondiente Bolsa, las cuales requieren para su ejecución e introducción en el sistema de liquidación correspondiente que al menos una entidad miembro de la correspondiente Bolsa «tome razón» de la operación y la comunique a la correspondiente Sociedad Rectora y sistema de liquidación.

compra de grandes paquetes accionariales, las denominadas «operaciones de bloques» (*block-trades*), que la CNMV define como compras o ventas en breve plazo de paquetes de acciones que no se formulen como ofertas públicas de venta o adquisición y cuyo volumen sea superior al menor de los siguientes límites: el doble del promedio diario de negociación del valor en el mercado de órdenes en el último trimestre del mercado más líquido o el 0,5% del capital social del emisor y para cuya compra o venta exista un mandato, situación de hecho que coincidiría plenamente con la situación ante la que se puede encontrar el miembro del mercado al que se le haya encomendado la ejecución mediante venta de una garantía financiera sobre un paquete de gran volumen de acciones cotizadas en una Bolsa de Valores española.

En dichos criterios la CNMV reconoce el efecto perturbador sobre las condiciones de negociación que tendría la venta de grandes paquetes accionariales, incluso de valores muy líquidos, si se ejecutaran a través del sistema principal de ejecuciones de órdenes durante la sesión de negociación bursátil. De ahí que reconozca como práctica frecuente en los mercados de valores que los intermediarios financieros, con el fin de ejecutar el mandato de un cliente, lleven a cabo en un plazo breve la compra o venta de grandes paquetes de acciones, concertando la transacción con un número determinado de inversores institucionales o profesionales con los que el intermediario ha tomado previamente contacto directo. Es decir, aunque tomando como referencia la cotización vigente en los mercados oficiales, dichas operaciones se conciertan mediante procedimientos de búsqueda directa de contrapartidas. Con el fin de preservar la integridad del mercado, la CNMV ha establecido una serie de criterios de actuación con respecto a dichas operaciones, denominadas «operaciones de bloques». Entre dichos criterios la CNMV establece que las operaciones de colocación se lleven a cabo con celeridad procurando que el plazo entre el inicio de la fase de prospección y la conclusión de la operación sea el menor posible, exigiendo que, salvo circunstancias excepcionales, las tareas de difusión de la oferta se realicen mientras el mercado oficial está cerrado.

Este tipo de operaciones de bloques es habitual, como reconoce la CNMV, en la venta de grandes paquetes accionariales, siendo también habitual que aun tomando como referencia el precio de mercado, el precio por acción incluya un descuento sobre el precio oficial de cotización del valor. Dichas operaciones se suelen ejecutar tras el cierre del mercado oficial a través de operaciones con toma de razón (según hemos descrito anteriormente).

Visto lo anterior, se plantea la cuestión de si cabe bajo el artículo duodécimo del RDL 5/2005 la ejecución de una garantía financiera pignoratícia sobre un paquete sustancial de acciones cotizadas mediante la venta de dicho paquete

a través de una operación especial de bloque⁽⁸²⁾ realizada tras el cierre del mercado continuo, ejecutada a través de cualquiera de las modalidades de operaciones especiales previstas en el RD 1416/1991 descritas anteriormente (muy probablemente a través de una operación con toma de razón). Nuestra opinión ha de ser afirmativa por las siguientes razones:

- (i) La dicción literal del apartado primero del mencionado artículo duodécimo habla de «enajenación de los valores dados en garantía» y de adoptar «las medidas necesarias para enajenar o transmitir los valores objeto de la garantía a través de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial», sin exigir ni imponer que dicha enajenación se efectúe bajo una modalidad concreta. Queda la duda sobre qué tipo de intervención por parte de un miembro del mercado secundario requiere la frase «a través de» un miembro del correspondiente mercado secundario oficial, es decir, si basta su intervención por ejemplo a través de una toma de razón de una operación convenida directamente entre ejecutante y compradores, o se requiere una intervención más amplia (por ejemplo un mandato expreso al miembro del mercado para la búsqueda de compradores o para la introducción de las órdenes en mercado). A nuestro entender, dicha expresión, heredera del párrafo segundo del artículo 322 del Código de Comercio, ha de interpretarse de forma flexible dado que en nuestra opinión ha de interpretarse en el mismo contexto (aunque extensivo a operaciones en otros mercados secundarios distintos de las Bolsas de Valores) que el previsto en el artículo 1.2 del RD 1416/1991⁽⁸³⁾, que exige que las operaciones bursátiles se realicen «con la participación o mediación de al menos un miembro de la bolsa». Con ello se trata de asegurar que la venta de los valores correspondientes se efectúe de conformidad con las reglas del mercado en cuestión, pudiendo consistir la participación del miembro correspondiente en la recepción de un mandato u orden de venta o en la toma de razón de una operación bursátil especial.
- (ii) Tal y como reconoce la CNMV en el referido acuerdo de su Consejo de 19 de diciembre de 2007, la cuantía y rápida ejecución de operaciones de venta sobre grandes volúmenes de acciones cotizadas pueden tener un efecto perturbador en la cotización del valor si se ejecutan en el sistema principal de negociación bursátil, lo que hace conveniente que este tipo de ventas se concierten previamente con posibles contrapartidas y se ejecuten al cierre del mercado mediante operaciones bursátiles especiales de bloque. Proceder de esta forma en el ámbito de la ejecu-

(82) Es decir, mediante una operación convenida directamente por sus partes tras el cierre del mercado y no introducida directamente en el sistema principal de contratación y ejecución de órdenes durante la sesión de negociación bursátil.

(83) Que desarrolla, entre otros, los artículos 36 y 37 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

ción de una garantía financiera pignoraticia sobre un paquete de volumen significativo de acciones cotizadas presenta dos ventajas fundamentales: la primera, permitir la rápida ejecución de la garantía, lo que reduce los riesgos frente a fluctuaciones del mercado que incidan negativamente en el precio de las acciones objeto de ejecución, y la segunda, evitar tanto la perturbación del mercado que la venta de un paquete sustancial de acciones puede producir en el valor como el potencial deterioro del precio por acción que ello puede suponer, lo cual opera en beneficio tanto del acreedor pignoraticio como del deudor y otros potenciales acreedores del mismo. Esta práctica nos parece además coherente con el principio de actuación «comercialmente correcta» contenido en el artículo decimotercero del RDL 5/2005 (sujeto a las reservas anteriormente mencionadas sobre su aplicabilidad al supuesto de ejecución mediante venta), al ser una práctica reconocida expresamente como frecuente y justificada por la CNMV.

- (iii) La operación en todo caso se realiza a precios que toman como referencia la cotización de los valores del día en que se ejecuta. La problemática que se puede plantear, de proceder a la ejecución de la garantía a través de una operación especial de bloque, es si ésta se ejecuta con un descuento sobre el precio de cierre del valor en el mercado continuo de órdenes o sobre el precio medio ponderado del valor en la fecha de ejecución. Es habitual que en el caso de operaciones de compraventa de grandes paquetes accionariales contratadas como operaciones bursátiles especiales el precio por acción de los valores incluya descuentos, a veces significativos, sobre el precio de cierre de referencia del valor en la sesión bursátil ordinaria, precisamente como consecuencia del volumen de la operación y de su negociación entre grandes inversores institucionales⁽⁸⁴⁾. En caso de que la operación en cuestión se ejecute con dicho descuento, no es descartable que se trate de impugnar la ejecución o de reclamar daños y perjuicios al acreedor pignoraticio por haber vendido las acciones correspondientes a un precio inferior al oficial del mercado. El principal argumento ante tal reclamación habrá de estar en el cálculo del impacto a la baja que dicha venta hubiese causado en el valor de haber procedido a la venta de las acciones en el sistema principal de ejecución de órdenes, por lo que es conveniente para el ejecutante obtener y conservar los datos de mercado y cálculos necesarios que puedan justificar el descuento que en su caso se pacte en el ámbito de la operación especial de bloque.

⁽⁸⁴⁾ Lo mismo ocurre en el ámbito del denominado Mercado de Bloques, en el cual, con respecto a la modalidad de bloques parametrizados, se permite comunicar operaciones con una desviación de hasta el 15% con respecto al precio estático del valor, siempre que el volumen de la operación alcance los 500.000 euros y represente, al menos, un 5% del volumen medio diario de contratación del valor de que se trate.

9. A MODO DE CONCLUSIÓN

El Capítulo II del Título I del RDL 5/2005 es, como se ha expuesto, una norma tremendamente compleja, tanto por la complejidad técnica inherente al objeto que trata de regular, como por la dificultad interpretativa que presenta su redactado. Es además una norma que, a pesar del altísimo número de concursos empresariales declarados en España desde que entró en vigor la misma, ha sido objeto de escasísimas sentencias judiciales, particularmente en lo que se refiere a los aspectos de la misma comentados en este trabajo, lo que demuestra que es una norma de escasa aplicación en la práctica fuera del ámbito de las entidades financieras, lo que viene dado por lo específico de los activos que pueden ser objeto de garantía financiera, activos de escasa disponibilidad para servir de garantía en el ámbito empresarial no financiero. Quizá sea precisamente la expectativa de esta limitación en el ámbito de aplicación objetivo de la norma lo que haya pesado en el legislador a la hora de no proponer y llevar a cabo una reforma más profunda y detallada de nuestro sistema de garantías reales al objeto de implementar las disposiciones de la Directiva 2002/47.

10. BIBLIOGRAFÍA

DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., «Reformas Urgentes para el Impulso a la Productividad: Importantes Reformas y Algunas Lagunas», *Diario La Ley*, año XXVI, núm. 6240, 27 de abril de 2005, pp. 5 y ss.

CARRASCO PERERA, A., *Tratado de los Derechos de Garantía*, AA.VV., Ed. Aranzadi, Navarra, 2002, pp. 1057 y ss.

— *Los Derechos de Garantía en la Ley Concursal*, Ed. Thomson-Civitas, Madrid, 2004, pp. 195 y ss.

GÓMEZ-JORDANA, I., «Las garantías financieras como productos financieros derivados, una revisión de la reforma y sus efectos», en *Comentarios a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, AA.VV., ed. Thomson-Aranzadi, Navarra, 2003, pp. 117 y ss.

SANJUÁN Y MUÑOZ, E., «Ingeniería Financiera y Derecho Concursal», *Revista de derecho Concursal y Paraconcursal*, 6/2007, pp. 274 y ss.

LARGO GIL, R., «Comentarios a la disposición adicional 2.^a», en *Comentarios a la Legislación Concursal*, AA.VV., ed. Dykinson, Madrid, 2004, pp. 1766 y ss.

URÍA FERNÁNDEZ, F., *El régimen concursal aplicable a los acuerdos de compensación contractual. Estado de la cuestión*, editorial La Ley, 12/2010, p. 65.

LEÓN, Francisco J., «El régimen de reintegración concursal de las garantías financieras», *Anuario de Derecho Concursal* núm. 6, p. 353 y ss.

DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., «Efectos indeseables de la nueva ley concursal sobre el sistema financiero», *Diario La Ley*, 16 de julio de 2003, pp. 2 y ss.

DE CASTRO ARAGONÉS, J.M. y FERNÁNDEZ SEIJO, J.M.^a, «Los créditos de entidades financieras en la Ley Concursal: Reformas, contrarreformas y chapuzas legislativas», *RCP Estudios*, marzo de 2005, pp. 25 y ss.

MANZANARES SECADES, A., «Garantías de operaciones financieras, situaciones concursales y acciones de reintegración: a propósito de una reciente sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona sobre el RDL 5/2005», *Diario La Ley* núm. 7109, 6 de febrero de 2009, pp. 3 y ss.

REDONDO TRIGO, F., «El pacto marciano, el pacto “ex intervalo” y la fiducia “cum creditore” en las garantías financieras del Real Decreto ley 5/2005», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 699.

MANZANARES, A. y VILLORIA, I., «Algunos apuntes sobre los créditos subordinados en la nueva Ley Concursal», *Diario La Ley*, abril de 2004, pp. 6 y ss.

REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., «La línea de capital (“equity line”) como técnica de financiación mediante recursos propios de las sociedades cotizadas», *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez* núm. 10/2005, p. 10.

JURISPRUDENCIA

A PROPÓSITO DE LOS CONTRATOS DE PERMUTA DE TIPOS DE INTERÉS (SWAPS)

EMILIO DÍAZ RUIZ

Profesor Titular de Derecho Mercantil UCM y Abogado

JULIO IGLESIAS RODRÍGUEZ

Abogado

RESUMEN

Los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps) ocupan una página destacada en la actual litigiosidad por materias de nuestros tribunales. Dentro de esta abundante conflictividad judicial, las demandas en las que se solicita la nulidad de estos contratos, especialmente, por la concurrencia de vicios del consentimiento (ex art. 1301 del Código Civil) son abundantes y vienen, sin duda, provocadas por el actual y muy excepcional escenario de tipos de interés.

El error ocupa un lugar preeminente en la fundamentación de las demandas. El dolo también sirve para fundar las pretensiones de nulidad. La Sentencia que es objeto de comentario es, precisamente, uno de los supuestos excepcionales que declara la nulidad por dolo del Swap. A propósito del dolo, la Sentencia analiza otros temas concurrentes en este tipo de litigios como la finalidad de contrato, su funcionamiento, la cancelación anticipada del contrato, la normativa aplicable o los efectos inherentes a la declaración de nulidad de estos productos financieros.

En este comentario se analiza la fundamentación de la nulidad declarada por la Sentencia y se estudia el tratamiento de muchas de esas cuestiones comunes en la práctica judicial actual de los Swaps.

Palabras clave: Permuta de tipo de interés, Swap, vicio del consentimiento, dolo, error, cancelación anticipada, Euribor, efectos de la nulidad.

ABSTRACT

Nowadays, swap agreements are at the forefront of the disputes at stake in our Courts. Amongst these abundant judicial disputes, lawsuits which claim the nullity of these contracts on the grounds of vices of consent (ex article 1301 of the Civil Code) are numerous and they are provoked by the current and exceptional scenario of interest rates.

Misconception is preeminently on the basis of lawsuits and rulings. Wilful misconduct is also used as grounds for nullity. The Judgment analyzed herein is one of the exceptional rulings in which the Swap agreement is deemed void on the grounds of wilful misconduct. In this regard, the Judgment analyzes other issues at stake in these kind of proceedings, such as the purpose of the contract, its functioning, the early termination of the contract, the applicable law and the effects of the declaration of nullity of these financial products.

This commentary analyzes both the grounds for the nullity declared by the Judgment and the approach of the current judicial practice to many of these common issues concerning Swap agreements.

Key words: Interest rate swap, lack of consent, wilful misconduct, misconception, early termination, Euribor, effects of nullity

COMENTARIO A LA SENTENCIA DE LA AUDIENCIA PROVINCIAL DE ÁLAVA NÚM. 20/2011 (SECCIÓN 1.ª), DE 18 DE ENERO DE 2011

Primero. La discrepancia sobre la valoración de la prueba.—La apelante discrepa de la sentencia de instancia, que desestima íntegramente sus pretensiones de declarar la nulidad, o alternativamente, la anulabilidad o resolución de los contratos de SWAP u «Operación de permuta financiera de tipos de interés con tipo fijo creciente y convertible a tipo variable» que suscribió con BANCO. Cuando planteó su demanda consideraba que habían suscrito, como clientes que eran de tal entidad bancaria, el mencionado contrato precisamente por la confianza que les inspiraba ser ya clientes de la misma, por la insistencia de aquélla y por la convicción de que adquirirían un «seguro» para cubrirse en caso de subidas de tipo de interés, todo lo cual determinaba efectivamente la prueba acredita, y la sentencia lo admite, que las sociedades eran clientes de BANCO, con créditos, préstamos, líneas de descuentos y efectos que tenían adosados pactos de remuneración de interés. También admite la sentencia y no discuten las partes que la iniciativa parte del banco, que precisamente en razón a la existencia de tales créditos con interés variable, ofreció el producto ahora controvertido. La discrepancia se centra, en este apartado fáctico, en si realmente se ofrecía un «seguro» para evitar mayores perjuicios en caso de subida de tipos de interés, o no sucedió así, como sostiene BANCO y la sentencia impugnada.

Al respecto hay que ponderar que el «gestor comercial del banco», José Augusto, declara que se ofreció un producto para que el cliente se «cubriera» frente a eventuales subidas de tipos de interés. Por otro lado el propio demandado, hoy apelada, admite que la razón de la oferta contractual fue precisamente esa. Finalmente la propia sentencia da por probado tales extremos, todo lo cual conduce a concluir que la versión referida por los demandantes queda razonablemente acreditada.

Sin embargo los contratos aportados rezan en su exponiendo I lo contrario, pues indican:

«Que el cliente se ha dirigido al BANCO manifestando su voluntad de realizar una operación financiera sobre instrumentos financieros derivados (en lo sucesivo ‘la Operación’) ajustada a determinadas características económicas y financieras decididas por el propio cliente». Lo cierto es que incluso los representantes del mismo y sus comerciales admiten que fueron ellos quienes propusieron su firma y quienes insistieron en varias ocasiones a cada uno de los clientes. Igualmente, el cliente manifiesta que, con mayor o menor detalle, lo que se le ofreció era protegerse frente a una eventual subida de tipos de interés. Ya se ha dicho que los empleados del banco también insisten en ese aspecto, aunque nieguen haber utilizado la expresión «seguro». No obstante la sentencia declara probado, y nadie lo discute, que el gestor, José Augusto, había ofrecido «un producto financiero que tiene por objeto proteger al inversor en caso de subida de tipos, para prevenir el riesgo que puede conllevar una subida de tipos».

Parece claro, por lo tanto, que la entidad bancaria tomó la iniciativa contractual, esgrimió la eventual subida de tipos de interés, subrayó la falta de coste para el cliente, e incluso ofreció un incremento del crédito hasta entonces concedido, todo ello con la finalidad, nunca negada, de lograr la firma del contrato cuya validez ahora se discute.

De ahí se concluye lo contrario que en la instancia, es decir, que la razón esencial por la que los clientes contratan es evitar perjuicios para el caso de que los tipos de interés subieran. Se ha acreditado que el fundamento de la voluntad de contratar de quienes ya eran clientes del banco fue la persistente insistencia del mismo, que les llevó al convencimiento de que, de este modo, no se verían perjudicados, o no en un grado elevado, si se producía la eventualidad de la elevación de tipos de interés, pues los productos que ya habían firmado, créditos, préstamos o líneas de descuento, se remuneraban con interés variable.

También existe discrepancia sobre si se aseguró o no que la eventual resolución no supondría coste para las empresas clientes del banco. El banco lo niega, extremo que no se considera acreditado con la sentencia. Efectivamente los términos del contrato aportado evidencian que supondría algún coste. Al margen de la valoración jurídica que merezca, respecto a su claridad, la cláusula segunda de los contratos, basta examinarla para constatar que además de ser precisos conocimientos jurídicos de algún nivel, no incluye una referencia exacta del coste que supondría tal resolución. Ni siquiera un avezado profesional sería capaz, con la mencionada cláusula, de determinar el coste de la resolución porque se remite a índices que, con su simple lectura, impiden conocer su cuantía. Este dato, unido a la creíble versión de la parte demandante, permite concluir, pese a la negativa del comercial del banco, que efectivamente no se informó, o al menos no se hizo de forma inteligible y concreta, del elevado coste que supone la resolución anticipada por parte del cliente. En consecuencia, también en este apartado debe admitirse la queja del apelante sobre la incorrecta valoración de la prueba.

Segundo. Sobre la naturaleza del contrato.—Antes de continuar es preciso fijar, someramente, la naturaleza del contrato suscrito, pues es fundamental concretarla para analizar los motivos de nulidad, anulabilidad o resolución que, de modo alternativo, plantea la recurrente. Las partes han pactado intercambiar (swap significa en inglés cambio, canje o cambalache) tipos de interés, especulando con que superarán o no ciertos límites máximos o mínimos, a partir de los cuales quedan obligadas a reintegrar a la otra, por el tiempo que hayan pactado.

Es significativa la definición que de tal contrato contiene el modelo de contrato marco de operaciones financieras que oferta en su página web la Asociación Española de Banca Privada como «aquella operación (léase contrato) por la que las partes acuerdan intercambiarse ente sí pagos de cantidades resultantes de aplicar un tipo fijo y un tipo variable sobre un importe nominal y durante un periodo de duración acordada». Aunque el contrato suscrito no se haya elaborado por esta asociación,

sino por BANCO, expresa claramente una finalidad distinta que la cobertura o aseguramiento frente a la elevación de tipos de interés.

En la doctrina de las Audiencias destaca la SAP Asturias, Secc. 5.^a, de 27 de enero de 2010 (AC 2010\6), luego reiterada en la de 29 de octubre de 2010 de la Secc. 7.^a de esta misma Audiencia, y sistemáticamente citada por otras Audiencias que la han seguido posteriormente.

Dice su Fundamento Jurídico 3.^o que «Es un contrato atípico, pero lícito al amparo del art. 1.255 C.C. y 50 del C. Comercio, importado del sistema jurídico anglosajón, caracterizado por la doctrina como consensual, bilateral, es decir generador de recíprocas obligaciones, sinalagmático (con interdependencia de prestaciones actuando cada una como causa de la otra), de duración continuada y en el que se intercambian obligaciones recíprocas. En su modalidad de tipos de interés, el acuerdo consiste en intercambiar sobre un capital nominal de referencia y no real (nocional) los importes resultantes de aplicar un coeficiente distinto para cada contratante denominados tipos de interés (aunque no son tales, en sentido estricto, pues no hay, en realidad, acuerdo de préstamo de capital) limitándose las partes contratantes, de acuerdo con los respectivos plazos y tipos pactados, a intercambiar pagos parciales durante la vigencia del contrato o, sólo y más simplemente, a liquidar periódicamente, mediante compensación, tales intercambios resultando a favor de uno u otro contratante un saldo deudor o, viceversa, acreedor. De otro lado, interesa destacar que el contrato de permuta de intereses, en cuanto suele ser que un contratante se somete al pago resultante de un referencial fijo de interés mientras el otro lo hace a uno variable, se tiñe de cierto carácter aleatorio o especulativo, pero la doctrina rechaza la aplicación del art. 1.799 Código Civil atendiendo a que la finalidad del contrato no es en sí la especulación, sino la mejora de la estructura financiera de la deuda asumida por una empresa y su cobertura frente a las fluctuaciones de los mercados financieros y que, como se ha dicho, su causa reside en el sinalagma recíproco de las prestaciones que obligan a los contratantes».

Las SAP Cáceres, Secc. 1.^ª, de 18 de junio de 2010, SAP León, Secc. 2.^ª, de 22 de junio de 2010 y SAP Zaragoza, Secc. 5.^ª, de 26 de octubre de 2010, ROJ SAP Z 2416/2010, subrayan los tintes especulativos que lo caracterizan. Sobre su relación con el seguro la SAP Valencia, Secc. 9.^ª, de 6 de octubre de 2010, dice que «Esta operación, si bien atípica, es válida y eficaz al amparo del art. 1255 del Código Civil y desde luego no puede conceptuarse ni constituye un contrato de seguro, al faltar un elemento definidor del mismo cual es el pago de una prima (art. 1 de la Ley de Contrato de Seguro), no obstante, la nota semejante que puede apreciarse en la finalidad de cubrirse los riesgos de la subidas de los tipos de interés y por ende de los mayores costes financieros».

Esta misma Audiencia, en su SAP 143/2009 Álava (Secc. 1.^ª) de 7 de abril de 2009, ha analizado otros contratos bancarios de intercambio de intereses (CLIP de interés) ofrecidos a clientes con la excusa de asegurarles ciertas garantías, en aquel caso por cambio de divisas. Tal resolución mostraba la perplejidad de un contrato en el que, por mucho que se analizaran sus cláusulas, ninguna ventaja se apreciaba para el cliente, incumpliendo por lo tanto el elemental principio de justo equilibrio de las prestaciones que debe caracterizar los contratos bilaterales.

Visto todo lo indicado hasta aquí puede concluirse que esta clase de contrato no es una forma de asegurar que no se abonarán tipos por encima de cierto límite, sino un contrato atípico y bilateral, teñido de cierta aleatoriedad. Desde esta naturaleza jurídica habrá que resolver la cuestión principal.

Tercero. Sobre las maquinaciones e insidias en la nulidad por dolo.—La pretensión de la apelante es la revocación para estimar la primera solicitud de la instancia, es decir, la nulidad del contrato. Sostiene, al respecto, la aplicabilidad del art. 1.261 del Código Civil (CCv), pues en su opinión existe, por un lado, el dolo negocial al que alude el art. 1.269, y por otro, error del consentimiento del art. 1.266 CCv. La primera alegación, sobre el dolo previsto en el art. 1.269 CCv, fue desestimada en la instancia argumentando falta de prueba de la conducta insidiosa, de que la voluntad

del cliente quedara viciada, de que la conducta del banco fuera determinante de la declaración y de que no se haya causado por tercero ni empleado por ambas partes.

Analizando entonces este motivo del recurso, el precepto señalado dispone que concurre dolo si con palabras o maquinaciones insidiosas de parte de uno de los contratantes es inducido el otro a celebrar un contrato que, sin ellas, no hubiera hecho. La STS de 5 de marzo de 2010, RJ 2010/2390, explica que tales «palabras o maquinaciones pueden tener carácter positivo o ser de tipo negativo en el sentido de la reticencia o silencio ante una situación que razonablemente podía pensarse lo contrario».

Lo que la prueba permite alumbrar es que el banco ofreció la contratación dando a entender que de este modo el cliente se «cubría» frente a la eventual subida de tipos de interés. Tendencia de los tipos que, de forma sin duda imprecisa, iban a referenciar las obligaciones de una y otra parte. Esta forma de exponer el contenido del contrato quizá se explique por el escaso atractivo que para cualquiera supone realizar una apuesta en el que la otra parte implicada es una entidad con mayor conocimiento de las vicisitudes y tendencias de los vaivenes de la economía, flujos financieros y propensión de los mercados y tipos. Si BANCO o cualquier otra entidad bancaria expusiera que el contrato en esencia se reduce a tal apuesta (paga el banco si los tipos de referencia suben por debajo de cierto nivel, paga el cliente si los tipos bajan), sería difícil conseguir la suscripción de esta clase de productos.

Pero si lo que se ofrece, aderezado de múltiples explicaciones sobre la tendencia alcista de los mercados —que luego nunca se confirmó— es una forma de evitar las costosas consecuencias de tal elevación de tipos, el producto se vuelve más atractivo, aunque la explicación no responda fielmente a la naturaleza del mismo. Esta práctica ha sido criticada por numerosas resoluciones de Audiencia Provincial, referidas a supuestos de vicios del consentimiento, que cuestionan que pueda ofrecerse como seguro un contrato de permuta de tipos de interés o swap (SAP Jaén, Secc. 3.^ª, de 27 de marzo de 2009; SAP Pontevedra 7 abril 2010; SAP Asturias de 23 de julio de 2010; SAP Bizkaia, Secc. 4.^ª, de 14 septiem-

bre de 2010 y la antes citada SAP Valencia, Secc. 9.^a, de 6 de octubre de 2010).

Se argumenta, por el banco, que el cliente pudo leer el contrato y que solicitó explicaciones en varias ocasiones. Frente a tal argumento puede acudir al contrato, un contrato de adhesión, en el que las condiciones han sido predispuestas por el oferente. Es el banco quien redacta el contrato, y falta a la verdad cuando en el exponendo I asegura que el cliente se ha dirigido al mismo manifestando la voluntad de realizar esta operación financiera.

Desde sus comienzos el contrato incluye esta expresión mendaz, pues no fueron los clientes quienes acuden a las oficinas reclamando este producto, sino sus comerciales quienes hubieron de insistir, de forma pertinaz, para convencer a los mismos de la bondad del producto ofrecido.

Es más, en tal exponendo I se asegura que el cliente requiere «una operación financiera sobre instrumentos financieros derivados...», expresión que parece poco probable que realmente emplearan. Lo que ocurrió es que la entidad bancaria tenía un decidido interés (no hay prueba de la especulación de la recurrente sobre la alegada previsión de pérdida de ingresos por el descenso de tipos), en que tal contrato se suscribiera, ofreciendo para ello incluso ampliar líneas de crédito, lo que hacía atractiva su contratación a las pequeñas empresas que luego le han demandado.

En definitiva el argumento de que basta analizar el contrato para concluir qué se contrataba debe ser desestimado. El contrato no recoge la realidad desde su comienzo, y en fase precontractual se da a entender por el oferente que sirve para un fin, la evitación de costes añadidos en caso de subida de tipos de interés, que no responde a la realidad, pues también contiene previsiones que suponen coste para el cliente si los tipos bajan por debajo de ciertos límites.

Respecto al argumento de que el administrador social de las demandantes preguntó cuanto quiso y se asesoró por terceros, habrá que subrayar lo que realmente sucedió. Dicho administrador social no mostró interés en suscribir tal contrato, limitándose a indicar que «se lo iba a pensar». A pesar de ello, el banco vuelve a insistir a través de sus comerciales,

como éstos refieren en juicio. Ante la reticencia en contratar, se le ofrece una ampliación del crédito del que podría disponer, y es entonces, finalmente, cuando acepta contratar.

En definitiva, el ofrecimiento de un producto con una finalidad diferente a la real, ocultando las consecuencias negativas que supone para el cliente suscribirlo, y el ofrecimiento de una ampliación del crédito para vencer su natural prudencia, son constitutivas de la maquinación o insidia de la que habla el art. 1.269 CCv, porque nunca hubiera contratado sin la insistencia del banco, sin el convencimiento que era una especie de seguro, y sin la oferta de ampliar el crédito que previamente ya disponía.

Cuarto. Vicio de la voluntad, carácter determinante de la maquinación y falta de intervención de tercero o del otro contratante.—

En cuanto a la falta de prueba sobre que estas maniobras viciaran la voluntad del contratante, necesarias para que concurra el dolo y alegadas también como causa de nulidad conforme al art. 1.266 CCv, se argumenta que primero se signa un contrato, el 20 de abril de 2005, con vigencia hasta 2006, luego otro el 17 de marzo de 2006, vigente hasta 2007, y finalmente otro el 26 de septiembre de 2006, con vencimiento en 2011, habiéndose beneficiado de los primeros. Ciertamente es así, y se reconoce por los demandantes. La cuestión, sin embargo, es que los primeros contratos desenvuelven sus efectos en la forma que creían los clientes que funcionaba, es decir, supuso un ahorro neto de la modesta cantidad de 156,74 € (doc. núm. 3 de la demanda, folio 101), aunque la mayoría de los meses el saldo era nulo. Es a partir del último contrato, el más extenso en el tiempo, cuando se empiezan a descontar cifras que rondan los 5.000 €, lo que determina la reacción de los clientes y su voluntad de resolver, frente a la que se esgrime que en aplicación de la cláusula segunda el coste de tal resolución superaría los 55.000 €. Como ha dicho la SAP León, Secc. 2.^a, de 22 de junio de 2010, no puede oponerse el óbice de no manifestar la disconformidad cuando el contrato le favorece, puesto que es precisamente a partir de las liquidaciones negativas cuando se peca de sus gravosas consecuencias.

Nadie había advertido al cliente, como éste insiste y los testimonios de los demás intervinientes no logran desmentir, que la resolución del contrato pudiera ser tan costosa. El «Aviso Importante» destacado en negrilla al final del contrato sólo advierte del coste en caso de variación de tipos, no del importe a abonar si se pretendía desistir del contrato. El RD 629/1993, de 3 de mayo, que desarrollaba la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, ambos vigentes al suscribirse el último contrato, establecía en el art. 5.3 de su anexo I la obligación de informar a la clientela de forma clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación, y en particular, «hacer hincapié en los riesgos que cada operación conlleva», énfasis que la prueba no revela se hubiera atendido al menos en lo que a la resolución se refiere.

El coste de la resolución es además desproporcionado, porque en definitiva el incremento que podría haber padecido de haberse afrontado una eventual subida de tipos, que desde luego no se produjo, hubiera sido netamente inferior al que acarrea la resolución voluntaria del contrato litigioso. Dice al respecto la STS de 30 de diciembre de 2009, RJ 2010\409, que «también puede apreciarse en relación con una actuación omisiva de ocultación o falta de información a la otra parte de determinadas circunstancias que hubieran podido llevarle a no celebrar el contrato en caso de haberlas conocido». Precisamente en relación al coste del desistimiento unilateral de un contrato de permuta de interés la SAP Cáceres, Secc. 1.^ª, de 18 de junio de 2010, AC 2010\1070, estima la pretensión de un cliente que entiende confusas, oscuras y desproporcionadas las consecuencias de su voluntad de apartarse del contrato. Y la SAP Burgos, Secc. 3.^ª, de 10 de noviembre de 2010, luego reiterada por otra de 3 de diciembre de 2010, critica la falta de información que supone el desconocimiento del cliente de que la cancelación suponía el abono de todo el coste hasta el vencimiento del contrato.

En un contrato tan singular como el de autos, que el cliente no demandó y que el banco, con su insistencia, y haciendo tentadora la suscripción con la ampliación del crédito a conceder, era preciso aclarar qué consecuen-

cias derivarían de una eventual resolución, ya que el costo de la misma es tan elevado. No hubo tal información, que ya criticábamos en el FJ 3.^º de la SAP Álava de 7 de abril de 2009, por lo que, como indica la STS de 5 mayo 2009 (RJ 2009\2907), se aprecia «la concurrencia de dolo negativo o por omisión, referido a la reticencia del que calla u oculta, no advirtiendo debidamente, hechos o circunstancias influyentes y determinantes para la conclusión contractual».

Además cuestiona el banco que su conducta fuera determinante para la prestación del consentimiento contractual. Al respecto la sentencia de instancia valora la solvencia financiera del administrador social de las empresas demandantes y hoy recurrentes, y el hecho de que se hubiera pedido asesoramiento a quien habitualmente se lo prestaba. Sea cual fuere tal solvencia o el consejo facilitado, lo esencial en este caso es que el contrato se firma porque el banco ofrece una forma de evitar las consecuencias de una subida de tipos que da a entender se iba a producir, por su insistencia pese a las reticencias iniciales, y por la oferta de una ampliación de crédito que son, en definitiva, las que terminan por vencer sus reservas. Hay que ponderar que el banco que toma la iniciativa contractual había suscrito diversos contratos que suponían concesión de crédito a las empresas que lo han demandado. En esa tesitura, la iniciativa contractual que adopta, la insistencia en la contratación y la forma en que se da a entender que será ventajoso por el cliente, logran persuadirlo cuando, pese a sus reservas, se le amplía el crédito. Fue tal conducta del banco la determinante de la prestación del consentimiento, puesto que inicialmente no se mostraba por el cliente interés alguno en suscribir el contrato.

Finalmente no consta intervención de tercero ni empleo de dolo por los clientes del banco, que, al contrario, no temían por sus créditos ni por las variaciones del tipo de interés hasta que son prevenidos al respecto por el demandado, que por cierto yerra de manera flagrante —no hay prueba de que lo hiciera deliberadamente— al anunciar a sus clientes que la tendencia de los tipos era alcista.

Concurren, en definitiva, todos los requisitos exigidos en la norma y por la jurisprudencia para apreciar dolo en BANCO, por lo que

es innecesario analizar las peticiones restantes, alternativas a esta principal, razones que suponen la estimación del recurso y la nulidad del contrato suscrito y las consecuencias que se dirán, es decir, la estimación de la demanda en la instancia con la condena en costas que obliga el art. 394 de la Ley 1/2000, de Enjuiciamiento Civil (LEC).

Quinto. Las consecuencias de la nulidad.—El art. 1.303 CCv dispone que declarada la nulidad de una obligación los contratantes deben restituirse recíprocamente las cosas que hubiesen sido materia del contrato, con sus frutos, y el precio con los intereses. Esto supone la íntegra estimación de la pretensión que se incluía en el apartado c) de la solicitud de la demanda en la instancia, es decir, la retrocesión o devolución de las cantidades que

han sido abonadas hasta ese momento y las que luego hayan tenido que atenderse.

Los demandantes, pese a la previsión del art. 1.306-2.º CCv, que supone que cuando la causa torpe está de parte de un solo contratante éste no puede repetir lo que hubiera dado en virtud del contrato, pide que la cantidad que tiene que serle reintegrada se modere, no obstante, con las cantidades que se hubieran percibido en virtud de las liquidaciones practicadas a su favor. Razones de congruencia, derivadas del art. 218.1 LEC, obligan a atender su solicitud.

Respecto a los intereses reclamados, el legal del dinero, desde cada fecha de cobro por la entidad, se acomoda a lo previsto en el mencionado art. 1.303 CCv, por lo que se estima también esta pretensión.

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO.
- II. DE LA FINALIDAD DEL SWAP Y SU FUNCIÓN DE COBERTURA.
 1. **La argumentación de la Sentencia.**
 2. **La finalidad del Contrato es la cobertura del riesgo de subida del Euribor.**
 3. **La cobertura del Swap. Transformación económica del tipo variable de la financiación cubierta en un tipo fijo.**
 4. **Previsión de la evolución futura del Euribor.**
- III. LA CANCELACIÓN ANTICIPADA DEL CONTRATO: LÓGICA ECONÓMICA, JURÍDICA Y FUNCIONAMIENTO.
 1. **El planteamiento de la Sentencia.**
 2. **El funcionamiento de la cancelación anticipada en los Swaps.**
 3. **Valoración de las consecuencias de la resolución anticipada.**
 4. **El coste de cancelación no es un riesgo del Contrato.**
- IV. PRESUPUESTOS DEL DOLO APRECIADO EN LA SENTENCIA.
 1. **El dolo en relación con la finalidad para la que fue ofrecido el Contrato.**

2. El dolo en relación con el ofrecimiento de una ampliación de una línea de crédito.
3. El dolo omisivo referente al «elevado» coste de la cancelación anticipada.

V. BREVE REFERENCIA A LA NORMATIVA APLICABLE.

VI. LOS EFECTOS DE LA DECLARACIÓN DE NULIDAD DE LOS SWAP.

VII. REFLEXIÓN FINAL A MODO DE CONCLUSIÓN.

I. PLANTEAMIENTO

La Sentencia objeto de este comentario revoca la sentencia de primera instancia y declara la nulidad de un contrato de permuta de tipos de interés (el «**Contrato**» o el «**Swap**») por apreciar que concurre dolo con virtualidad anulatoria en la conducta de la entidad financiera demandada (el «**Banco**»).

Durante, aproximadamente, los tres últimos años estamos asistiendo a múltiples pronunciamientos judiciales que tienen por objeto resolver pretensiones de nulidad de diversos tipos de contrato de permuta financiera. Las sentencias que, en algunos casos, estiman las demandas tienen en su mayoría como base el error. De este modo, concluyen que los demandantes han sufrido un error de carácter esencial e invencible que no les permitía comprender el alcance, funcionamiento y riesgos de estos contratos.

No es éste el caso de la Sentencia. Es, precisamente, en lo peculiar de su fundamentación jurídica de la nulidad en donde radica la relevancia de la Sentencia que ahora nos ocupa. No suele ser la habitual de los repertorios jurisprudenciales en la materia la estimación de la nulidad por dolo en este tipo de contratos.

Efectivamente, la Sentencia de 18 de enero de 2011 de la Sección 1.^a de la Audiencia Provincial de Álava (la «**Sentencia**») declara la nulidad del Contrato por dolo de la entidad bancaria. La *ratio decidendi* de la Sentencia consiste en estimar, por un lado, que «en fase precontractual se da a entender por el oferente que [el Contrato] sirve para un fin, la evitación de costes añadidos en caso de subida de tipos de interés que no responde a la realidad, pues también contiene previsiones que suponen coste para el cliente si los tipos bajan por debajo de ciertos límites». Éste sería el primer elemento que soporta la declaración de nulidad por dolo: el haber apreciado que se ofreció en fase precontractual un producto que, en palabras de la Sentencia, «no es una forma de asegurarse que no se abonarán tipos por encima de cierto límite».

En segundo lugar, la Sentencia tiene como hecho probado que, con la finalidad de vencer la reticencia del administrador de las demandantes a la hora de suscribir el Contrato, el banco demandado «le ofrece una ampliación del crédito del que podría disponer, y es entonces, finalmente, cuando acepta contratar». Éste es el segundo pilar que soporta el dolo apreciado por la Sentencia.

A mayor abundamiento, la Audiencia considera, en relación con la cancelación anticipada del Contrato a solicitud del cliente, que si bien «los términos del contrato

aportado evidencian que supondría algún coste (...) no incluye una referencia exacta del coste que supondría tal resolución». La Sentencia tiene, pues, como hecho probado que «no se informó, o al menos no se hizo de forma inteligible y concreta, del elevado coste que supone la resolución anticipada por parte del cliente». De este modo concluye que «era preciso aclarar qué consecuencias derivarían de una eventual resolución, ya que el coste de la misma es tan elevado». Esta conducta, a juicio de la Sala, supone un dolo negativo o por omisión referido a «la reticencia del que calla u oculta, no advirtiendo debidamente hechos o circunstancias influyentes o determinantes para la conclusión contractual».

Asimismo, en la Sentencia se dice que el Contrato «falta a la verdad cuando en el exponendo I asegura que el cliente se ha dirigido al mismo manifestando su voluntad de realizar esta operación financiera». De este modo tiene como hecho probado que «no fueron los clientes quienes acuden a las oficinas reclamando este producto, sino sus comerciales quienes hubieron de insistir, de forma pertinaz, para convencer a los mismos de la bondad del producto ofrecido».

Para centrar adecuadamente la controversia deben también tenerse en cuenta dos circunstancias que menciona la Sentencia y que no son discutidas por las partes: en primer lugar, que se habían suscrito por los demandantes otros dos contratos anteriores de Swap con fecha 20 de abril de 2005, vigente hasta 2006 y luego otro el 17 de marzo de 2006, vigente hasta 2007. Estos contratos no arrojaron liquidaciones negativas para la parte actora. Una segunda circunstancia relevante es que los demandantes son personas jurídicas. En concreto, se menciona «la solvencia financiera del administrador social de las empresas demandantes» y que, habitualmente, pedía asesoramiento en sus operaciones.

II. DE LA FINALIDAD DEL SWAP Y SU FUNCIÓN DE COBERTURA

1. La argumentación de la Sentencia

La Sentencia tiene como hecho probado que el Banco ofreció al cliente «un producto financiero que tiene por objeto proteger al inversor en caso de subida de tipos» y que el Swap no responde a esta finalidad. Pues bien, el punto de partida de este comentario debe ser analizar si el Swap es o no es un producto financiero que protege a los clientes frente a la subida de tipos.

Comienza la Sentencia analizando la naturaleza del Contrato. Se nos dice que el Contrato consiste en un «intercambio» entre dos partes de «tipos de interés⁽¹⁾, especulando con que superarán o no ciertos límites máximos o mínimos, a partir de los cuales quedan obligadas a reintegrar a la otra, por el tiempo que se hayan pactado». Estamos

(1) Más correcta es la definición del Contrato que recoge la Sentencia de la Asociación Española de Banca Privada («AEB»), que nos habla de intercambio de «pagos resultantes de aplicar un tipo fijo y un tipo variable sobre un importe nominal y durante un periodo de duración acordada». El intercambio no es, pues, de tipos sino de prestaciones.

ante un Swap de tipos de interés, que como también recoge la Sentencia con cita de otros pronunciamientos judiciales «consiste en intercambiar sobre un capital nominal de referencia y no real (nocial) los importes resultantes de aplicar unos coeficientes distintos para cada contratante denominados tipos de interés (...), limitándose las partes contratantes, de acuerdo con los respectivos plazos y tipos pactados, a intercambiar pagos parciales durante la vigencia del contrato o, sólo y más simplemente, a liquidar periódicamente, mediante compensación, tales intercambios resultando a favor de uno u otro contratante un saldo deudor o, viceversa, acreedor».

A través de la cita de otras resoluciones judiciales la Sentencia estima que el contrato, al someterse una de las partes al pago de un interés variable y la otra a un fijo, «se tiñe de cierto carácter aleatorio o especulativo», aunque reconoce acertadamente que la doctrina ha señalado que «la finalidad del contrato no es en sí la especulación, sino la mejora de la estructura financiera de la deuda asumida por una empresa y su cobertura frente a las fluctuaciones de los mercados financieros». Volveremos sobre este extremo con posterioridad, pero basta adelantar que la causa del Contrato es, precisamente, la cobertura del riesgo de fluctuación del tipo variable (Euribor) al que suele ir referenciada la financiación del cliente.

Transcribe también la Sentencia otros textos judiciales que reconocen —como es notorio, claro y pacífico— que el Swap no puede conceptuarse como «un contrato de seguro»⁽²⁾, pero proclama que la nota semejante que puede apreciarse en ambos es «la finalidad de cubrirse los riesgos de las subidas de los tipos de interés y por ende de los mayores costes financieros».

En este contexto, la Sentencia declara, como resumen de su Fundamento Segundo, relativo a la naturaleza del Swap de intereses, que «esta clase de contrato no es una forma de asegurarse que no se abonarán tipos por encima de cierto límite, sino un contrato atípico y bilateral, teñido de cierta aleatoriedad». La Sentencia prescinde de lo razonado por la propia práctica judicial que acaba de transcribir y llega a esta sorprendente conclusión cuyo fundamento parece encontrarse en el componente aleatorio del Contrato. Para la Sentencia: «el banco ofreció la contratación dando a entender que de este modo el cliente se cubría frente a la eventual subida de tipos de interés, tendencia de los tipos que, de forma sin duda imprecisa, iban a referenciar las obligaciones de una y otra parte. Esta forma de exponer el contenido del contrato quizá se explique por el escaso atractivo que para cualquiera supone realizar una apuesta en el que la otra implicada es una entidad con mayor conocimiento de las vicisitudes y tendencias de los vaivenes de la economía, flujos financieros y propensión de los mercados y tipos».

(2) En un primer momento, todas las demandas sobre nulidad de Swaps seguían la fundamentación de la ya vieja —por el cúmulo de sentencias posteriores— Sentencia de la Sección 3.^a de la Audiencia Provincial de Jaén, de 27 de marzo de 2009 (núm. 80/2009) e identificaban el error anulatorio del contrato con la creencia de que había contratado un seguro. La mera lectura del contrato permite despejar ese tipo de error. En nuestra opinión, prácticamente cualquier demanda en la que se identificase el error exclusivamente con la creencia de haber contratado un «seguro», debería estar abocada a su desestimación sobre la base del carácter vencible del error.

Se llega a afirmar que si una entidad bancaria «expusiera que el contrato en esencia se reduce a tal apuesta (paga el banco si los tipos de referencia suben por debajo de cierto nivel, paga el cliente si los tipos bajan) sería difícil conseguir la suscripción de esta clase de productos». Para la Sentencia, en el supuesto enjuiciado, «se da a entender por el oferente que sirve para un fin, la evitación de costes añadidos en caso de subida de tipos de interés, que no responde a la realidad pues también contiene previsiones que suponen coste para el cliente si los tipos bajan por debajo de ciertos límites».

Por todo ello, la Sentencia concluye que el primer pilar del dolo que fundamenta la declaración de nulidad del Swap es «el ofrecimiento de un producto con una finalidad diferente a la real, ocultando las consecuencias negativas que supone para el cliente suscribirlo».

Nótese cómo la Sentencia limita su análisis a la «fase precontractual». No entra a analizar el contenido del Contrato para determinar si esas «consecuencias negativas» están o no advertidas en lo pactado. A partir del relato de hechos probados, podemos asumir que el Contrato explica su funcionamiento y las condiciones económicas de ese intercambio de prestaciones; es decir, qué tipo variable paga el Banco y qué tipo fijo paga el cliente, cuyo juego por compensación arrojará las oportunas liquidaciones positivas o negativas para las partes. Es importante destacar que la Sentencia sí que menciona que el Contrato contiene un denominado «Aviso Importante» que «en negrilla» advierte «del coste en caso de variación de los tipos».

2. La finalidad del Contrato es la cobertura del riesgo de subida del Euribor

Llegados a este punto y sobre la base de los pronunciamientos apuntados, debemos analizar si, como primer argumento en el que funda el dolo la Sentencia, el Contrato fue ofrecido «con una finalidad distinta a la real» al haberse comercializado como cobertura frente a la subida de tipos de interés. La respuesta a juicio de estos autores es negativa: el Swap cubría frente a la subidas de tipos de interés. El cumplimiento de esta finalidad resulta ajeno a la posibilidad de que se produzcan liquidaciones negativas, lo que ocurrirá cuando el cliente debe pagar una cantidad superior al Euribor sobre el nominal que recibe del Banco. Tal posibilidad es, de hecho, consustancial e inherente al funcionamiento del Swap de intereses.

2.1. Para *justificar* esta conclusión debemos comenzar repasando los caracteres de este tipo de Contrato. Como ya dijimos desde antiguo, el Swap es un contrato principal, consensual, oneroso y conmutativo, si bien con grandes dosis de aleatoriedad⁽³⁾:

a) Es un contrato principal porque los pactos de las partes del Swap no modifican el contenido del *contrato* al que el Swap sirve de cobertura económica. No existe

⁽³⁾ Vid. E. DÍAZ RUIZ, «Contrato de Swap», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1989, núm. 36, p. 742.

subordinación entre el Swap y la operación de financiación a la que sirve de cobertura, sino tan sólo vinculación económica.

b) Es consensual y oneroso porque ambas partes se obligan a cumplir las obligaciones que recíprocamente contraen. La ejecución de las obligaciones se difiere, conforme a lo pactado, a un momento posterior (por ejemplo, con carácter trimestral o mensual).

c) Es conmutativo, pero dotado de un alto componente de aleatoriedad. Es conmutativo porque las obligaciones que asumen las partes son equivalentes⁽⁴⁾, sin embargo, existe una incertidumbre de cuál va a ser el resultado económico que obtendrá cada una. En el resultado económico que para las partes tiene el Swap interviene el azar, de ahí su aleatoriedad, pero es importante destacar que ambas partes incurrir en el mismo riesgo porque en el momento de la suscripción del Contrato la posición de ambas partes es equivalente⁽⁵⁾. En este sentido, y aunque los conocimientos financieros de las entidades de crédito son sustancialmente superiores a los de sus clientes, les es imposible predecir la evolución de los tipos de interés, especialmente a medio y largo plazo⁽⁶⁾.

Ésta es la esencia del Swap de intereses: el valor de la posición de pagador a tipo fijo es idéntica a la de pagador a tipo variable, descontando, en su caso, el margen de intermediación a favor del Banco por contratar el producto en el mercado mayorista y ofrecérselo a sus clientes minoristas. Un Swap de intereses otorga a cada una de las partes un derecho a percibir unas cantidades en contraprestación del pago de otras calculadas sobre un mismo importe nominal. Tal valor, a la firma del Contrato, es equivalente para ambas partes. En otras palabras, en el momento de la suscripción del Contrato, el mercado pagará lo mismo por situarse tanto como pagador a tipo fijo (posición del cliente en este caso), como por ser pagador a tipo variable (posición del Banco).

Cuestión distinta es que durante la ejecución del Contrato, fruto de referenciarse su ejecución a un elemento aleatorio como el Euribor, las posiciones de ambas partes

(4) Vid. Luis DÍEZ PICAZO, *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, vol. I, 2.ª ed., Editorial Tecnos, Madrid, 1983, p. 80: «Los contratos son, pues, conmutativos cuando la relación de equivalencia de las prestaciones a cargo de ambas partes se encuentra de antemano fijada por ellas de una manera inmodificable. Sin embargo, en épocas de especial inestabilidad y variabilidad económica resulta claro que en ningún contrato la objetiva relación de equivalencia puede considerarse como algo absolutamente inmodificable».

(5) En términos económicos financieros se habla de las dos «patas» de la operación: la de pagador a tipo fijo y la de pagador a tipo variable.

(6) Prueba evidente de ello es que los contratos sobre instrumentos financieros derivados los celebran habitualmente entre ellas mismas, lo que no harían si pudiera predecirse con algún grado de certeza la evolución futura de los precios de los activos subyacentes.

difieran y se generen liquidaciones positivas o negativas para ambas⁽⁷⁾ en la cuantía correspondiente.

2.2. Siguiendo con los requisitos del Swap, procede analizar cuál es la causa del Contrato, que se halla estrechamente vinculada con su finalidad. En efecto, siguiendo a DÍEZ PICAZO⁽⁸⁾, la razón del negocio es su «función económico-social» y lo que el Derecho tutela como causa es la función objetiva del negocio. Ya desde antiguo el Tribunal Supremo⁽⁹⁾ recuerda que el artículo 1274 CC no da un concepto de causa, pero que debe atenderse a un sentido objetivo como «el fin que persigue cada contrato, ajeno a la nueva intención o subjetividad, determinado por móviles o motivos con trascendencia jurídica, cuando se incorporan a la declaración de voluntad a modo de causa impulsiva reconocida por ambas partes contratantes, exteriorizados y relevantes». Pues bien, bajo esta definición, ya decíamos que la función objetiva típica del Contrato es «la cobertura de riesgo de una parte»⁽¹⁰⁾ o, incluso, de ambas. Ese riesgo se deriva del hecho de que una o ambas partes tiene una deuda que genera intereses calculados a un tipo de interés que varía periódicamente (Euribor), pero también de que el tipo sea fijo cuando lo que ingresa para pagarla se calcula a tipo variable.

En el Swap de intereses lo que pretende el cliente, deudor por razón de préstamo o crédito, que contrata con el Banco es evitar los costes que pueden derivarse de la fluctuación de ese tipo variable al que se referencia su financiación. Se pretende, a través del funcionamiento del Swap, una modificación económica-financiera de esa financiación convirtiéndola de variable a fija. Ésta es la causa del Swap y, siguiendo lo postulado por la Sentencia, negar su existencia comportaría el absurdo jurídico de convertir en abstracto el Contrato⁽¹¹⁾.

(7) Éste es un argumento que también manejan equivocadamente algunas sentencias. Se comparan las liquidaciones habidas para cada parte durante la ejecución del contrato de Swap y se llega a la conclusión de que el producto es desequilibrado ya que, una vez que se ha producido el derrumbe del Euribor, será habitual que la entidad financiera como pagadora a tipo variable obtenga más liquidaciones positivas que el cliente. Tal análisis es contrario al funcionamiento de la permuta: el equilibrio debe medirse en origen y no una vez que ya se ha materializado (para una parte o para la otra) el riesgo de tipo de interés que se pretende cubrir. Sería tan absurdo como concluir que un contrato de seguro ha funcionado mal o es desequilibrado porque se ha pagado la prima sin haberse materializado nunca el riesgo.

(8) Vid. Luis DÍEZ PICAZO, *op. cit.*, 2.ª ed., p. 167 y 168.

(9) Vid. Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de noviembre de 1988 con referencia y cita de otras anteriores.

(10) Vid. E. DÍAZ RUIZ, *op. cit.*, p. 749.

(11) Distinta a la causa es la finalidad subjetiva que pueda guiar a las partes a la hora de contratar el Swap (por ejemplo, contratarlo con mero carácter especulativo, sin una financiación que cubrir). La finalidad objetiva puede ser distinta a la subjetiva, pero la causa del Contrato es siempre la misma. Al respecto, pensemos, por ejemplo, en un contrato de compraventa. ¿Acaso la causa del contrato varía porque en un caso se haga una compraventa de valores con la finalidad subjetiva de convertirse en accionista de una sociedad o porque se haga una compraventa especulativa intradía con el fin de obtener el máximo rendimiento posible de la inversión? La causa es idéntica en ambos casos.

3. La cobertura del Swap. Transformación económica del tipo variable de la financiación cubierta en un tipo fijo

Sentadas estas consideraciones, procede analizar el funcionamiento del Swap para comprobar si, tal como fue ofrecido, supone «evitar las consecuencias de una subida de tipos».

En atención a los hechos probados de la Sentencia⁽¹²⁾ y a falta de mayores datos, vamos a asumir que el Swap objeto del procedimiento se estructura bajo la modalidad más básica de Swap de intereses (tipo fijo/tipo variable). Será aquélla por la que el Banco es pagador de tipo variable al que se referencia la financiación y el cliente es pagador de un tipo fijo⁽¹³⁾ sobre un mismo nominal cuya cuantía es igual o inferior al importe de la financiación total a tipo variable del cliente⁽¹⁴⁾. Bajo este esquema, el Banco abonará al cliente (por ejemplo, mensualmente) el tipo variable (por ejemplo, Euribor 12 meses) del nominal y, con la misma periodicidad, el cliente pagará al Banco un tipo fijo sobre el nominal. Ambos pagos se compensan y arrojarán una liquidación positiva o negativa para el cliente.

Tal liquidación será positiva si el cliente recibe más de lo que tiene que pagar al Banco (es decir, cuando el Euribor 12 meses es superior al tipo fijo). A su vez, habrá liquidaciones negativas cuando el Euribor 12 meses sea inferior al tipo fijo que debe abonar el cliente. A esto es a lo que se refiere la Sentencia cuando subraya que el Contrato «también contiene previsiones que suponen costes para el cliente si los tipos bajan por debajo de determinados límites». Y es, precisamente, por la existencia de tales costes o liquidaciones negativas por lo que se concluye que el Contrato no supone «la evitación de costes añadidos en caso de subida de tipos». Tal razonamiento no

(12) La Sentencia simplemente menciona la contratación de una «Operación de permuta financiera de tipos de interés con tipo fijo creciente y convertible a tipo variable», pero no analiza las condiciones económicas del Swap.

(13) El nombre comercial del Contrato hace referencia a un «*tipo fijo creciente*» que suele consistir en que a medida que transcurre un tiempo determinado del Contrato, el tipo fijo cambia y aumenta, pero, a los efectos de este comentario, en nada influye para analizar si se desarrolla o no una función de cobertura frente a una eventual subida de tipos.

(14) Nada impediría que el Swap se hubiese contratado, en todo o en parte, sin una finalidad asociada que cubrir. En tales casos, el producto contratado sería especulativo o de pura inversión. Esta diferenciación es importante porque muchas resoluciones judiciales cometen el error de calificar todos los Swaps como un contrato de «alto riesgo y especulativo». A nuestro juicio esta circunstancia sólo concurriría en aquellos casos en los que no existiese una financiación asociada al Swap. En caso contrario, en supuestos como el que nos ocupa, no puede hablarse ni de especulación (existe un riesgo que cubrir) ni de «alto riesgo» en la medida que las eventuales liquidaciones negativas que puede generar el Swap en el caso de que el tipo variable recibido sea inferior al tipo fijo se compensan económicamente con un ahorro en la financiación referenciada a ese mismo tipo variable, cuyo coste también se reduce.

puede admitirse: las liquidaciones negativas no impiden que el cliente se «asegure» frente a las subidas del Euribor⁽¹⁵⁾.

Bastará un sencillo ejemplo para explicarlo. En atención al referido esquema del Swap, analicemos qué ocurriría con un préstamo hipotecario de, por ejemplo, 1.100.000 euros a 25 años en el que se contratase el 20 de septiembre de 2006 una permuta de 1 millón de euros de valor nominal, de 3 años de duración y en la que el Banco fuera pagador del Euribor 12 meses⁽¹⁶⁾ y el cliente de un tipo fijo del 4%. Pues bien, con estas condiciones, durante el periodo de duración pactada, el cliente, sobre 1 millón de euros de financiación, habrá transformado esa financiación a tipo variable en fija, concretamente, al 4%.

¿Se evitan, de este modo, los costes de subida del Euribor? Siguiendo con nuestro ejemplo, en octubre de 2008, el Euribor 12 meses cerró al 5,248%⁽¹⁷⁾. Pues bien, al cliente no le afectaría la subida puesto que, a través de las liquidaciones del Swap, recibe ese tipo variable.

¿Y qué pasa con las liquidaciones negativas? Pues que el cliente está cubierto dentro de los límites pactados (es decir, al 4%). Basta recordar lo sucedido a partir de la quiebra de *Lehman Brothers* y en el contexto de una crisis mundial sin precedentes, cuando se produjo una actuación coordinada por el Banco Central Europeo que trajo un brusco y repentino desplome del Euribor⁽¹⁸⁾. De esta forma, en abril de 2009 se situó al 1,771%⁽¹⁹⁾. Trasladando los tipos a nuestro ejemplo, ello determinaría que el

(15) La cuestión puede reducirse a términos de «coste de oportunidad». El cliente decide estabilizar su financiación en un determinado tipo fijo y, de este modo, renuncia a beneficiarse de las bajadas de tipos de interés a cambio de no sufrir los perjuicios de las subidas. La situación económica es muy similar a la que suscita en los préstamos a tipo fijo donde el cliente también decide renunciar a la aplicación de un tipo variable, que puede resultar más ventajoso que el tipo fijo de referencia. ¿Acaso también se habría negado por la Sentencia que en un préstamo a tipo fijo el cliente está cubierto frente a la subida de tipos interés? La situación económica de ambos supuestos es idéntica.

(16) El Euribor 12 meses cerró en el mes de septiembre de 2006 al 3,715% (fuente: <<http://www.euribor.us/>>).

(17) Fuente: <<http://www.euribor.us/>>.

(18) Que sepamos ninguna resolución hasta la fecha ha sostenido en su *ratio decidendi* que las entidades financieras podían haber previsto el desplome. No sólo las entidades financieras sino que ningún operador financiero mundial pudo prever el hundimiento del Euribor. De haberlo previsto, cualquiera se hubiera hecho multimillonario, por ejemplo, a través de la contratación de futuros. Es más, el BCE estaba subiendo los tipos en julio de 2008 un 0,25% hasta el 4,25%. Eran épocas de gran incertidumbre y la prensa se hacía eco de la situación. Por ejemplo, el diario «El Economista» el 3 de julio de 2008 publicaba que «Trichet ha subido los tipos de interés en 25 puntos básicos para situarlos en el 4,25% en la zona euro. Pero, ¿puede esto afectar a la hipoteca a través de una subida del Euribor? Mientras los analistas dan por descontada esta subida en el índice que situó hoy su tasa diaria en el 5,432%, las asociaciones de consumidores ponen el grito en el cielo y denuncian que esta subida de tipos encarecerá las hipotecas en 100 euros mensuales». Puede consultarse la noticia en:

<<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/635006/07/08/Trichet-sube-los-tipos-en-Europa-qui-en-teme-al-euribor-feroz.html>>.

(19) Fuente: <<http://www.euribor.us/>>.

cliente sufriría una liquidación negativa por la diferencia entre el Euribor que recibe del Banco y el tipo fijo del 4% que debe pagar, pero, como hemos explicado, esta estabilización no impide que el cliente esté cubierto frente a las subidas. Al contrario, la renuncia a beneficiarse de las bajadas del Euribor es lo que permite que al cliente no le afecten las subidas.

A nuestro juicio se cumple, de este modo, la finalidad anunciada del producto y la creencia sobre la cual los demandantes decidieron contratar que, según admite la Sentencia, fue «el convencimiento de que, de este modo, no se verían perjudicados, o no en un grado elevado, si se producía la eventualidad de la elevación de los tipos de interés».

4. Previsión de la evolución futura del Euribor

Procede, por último, analizar una de las consideraciones que efectúa el Juzgador a la hora de dar su opinión sobre la forma de comercializar este tipo de contratos y el supuesto conocimiento de las entidades financieras sobre la futura evolución del Euribor. Se dice que «el banco ofreció la contratación dando a entender que de este modo el cliente se cubriría frente a la eventual subida de tipos de interés, tendencia de los tipos que, de forma sin duda imprecisa, iban a referenciar las obligaciones de una y otra parte. Esta forma de exponer el contenido del contrato quizá se explique por el escaso atractivo que para cualquiera supone realizar una apuesta en el que la otra implicada es una entidad con mayor conocimiento de las vicisitudes y tendencias de los vaivenes de la economía, flujos financieros y propensión de los mercados y tipos». Asimismo sostiene la Sentencia que el Banco «yerra de manera flagrante» en lo que se refiere a las previsiones alcistas de los tipos de interés, pero admite que «no hay prueba de que lo hiciera deliberadamente».

De esta forma, plantea incidentalmente la Sentencia un tema interesante como es el de la hipotética obligación de las entidades financieras que comercializan Swaps de ofrecer una previsión de la futura evolución del Euribor. En esta línea, la Sentencia de la Sección 5.^a de la Audiencia Provincial de Oviedo, de 27 de enero de 2010 (rollo apelación núm. 508/2009), fue la primera⁽²⁰⁾, hasta donde sabemos, que sentó que «la información relevante en cuanto al riesgo de la operación es la relativa a la previsión razonada y razonable del comportamiento futuro del tipo variable referencial. Sólo así el cliente puede valorar ‘con conocimiento de causa’ si la oferta del Banco, en las condiciones de tipos de interés, período y cálculo propuestas, satisface o no sus intereses⁽²¹⁾». Sobre esta base, existe un amplio número de resoluciones judiciales que han

(20) Lo razonado por esta sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo ha sido seguido por muchas otras sentencias, principalmente de esa misma Audiencia Provincial.

(21) En otros párrafos esta sentencia recoge que «estas previsiones, ese conocimiento previo del mercado que sirve de prognosis más o menos fiable del futuro configura el riesgo de la operación y está en directa conexión, por tanto, con la nota de aleatoriedad de este tipo de contratos pero no fue esta

entendido que la «previsión razonada y razonable» del Euribor es una información de carácter esencial cuya omisión conduce al error de virtualidad anulatoria en los Swaps.

No es objeto de este comentario analizar la corrección jurídica de esta doctrina, pero, al hilo de determinadas manifestaciones de la Sentencia que se comenta, merece la pena efectuar unas breves consideraciones al respecto:

a) En primer lugar, debemos recordar que el riesgo del Swap proviene de la posible fluctuación del Euribor (elemento aleatorio del Contrato). Los clientes conocen que el Euribor fluctúa⁽²²⁾ ya que éste es el riesgo que precisamente quieren evitar al contratar el Swap. Por ello, entendemos que la existencia de un error o de una ausencia de información sobre un elemento aleatorio nunca puede comportar la nulidad del Contrato⁽²³⁾. La aleatoriedad, en esencia, ya implica el desconocimiento de la evolución futura del elemento dotado de tal cualidad.

Ninguna entidad bancaria puede conocer la evolución futura del Euribor (o de los tipos de interés), puesto que éstos dependen de múltiples factores que escapan completamente a su control. Las previsiones lo son a muy corto plazo y no resultan fiables. Entre estos factores, no sólo hablamos de las políticas monetarias de los organismos reguladores, sino que en la evolución futura del Euribor influyen circunstancias dispares, como el precio de las materias primas, la quiebra de una empresa, las guerras o incluso los fenómenos meteorológicos.

b) En segundo lugar, en nuestra opinión, no existe ninguna disposición legal que imponga a las entidades bancarias la obligación de informar sobre sucesos futuros inciertos ni sobre las previsiones posibles de la evolución de los tipos de interés en aquellos supuestos en los que el resultado del contrato dependa de su evolución futura. La normativa bancaria y de mercado de valores impone determinadas obligaciones de claridad y transparencia, pero dentro de éstas no se encuentra la información sobre un elemento aleatorio. Las entidades financieras deben advertir del riesgo del contrato, pero no pueden cuantificar ese riesgo sobre la base de unas previsiones futuras de un

información la que se puso en conocimiento del cliente antes de contratar. De contrario, la información sobre el riesgo se limitó a las advertencias que se contienen al final del anexo de cada contrato y estas son insuficientes pues se reducen a ilustrar sobre lo obvio, esto es, que, como es que se establecen como límite a la aplicación del tipo fijo un referencial variable, el resultado puede ser positivo o negativo para el cliente según la fluctuación de ese tipo referencial. Por el contrario, la información relevante en cuanto al riesgo de la operación es la relativa a la previsión razonada y razonable del comportamiento futuro del tipo variable referencial.»

(22) La fluctuación y volatilidad del Euribor (al alza o la baja) resulta, por otra parte, un hecho notorio del artículo 281.4 LEC: «no será necesario probar los hechos que gocen de notoriedad absoluta y general».

(23) *Vid.* en esta línea, Antonio Manuel MORALES MORENO en *El Error en los Contratos*, Ed. Ceura, 1988, p. 246.

elemento, de por sí, imprevisible⁽²⁴⁾. De este modo, por ejemplo, ninguna norma exige que, por ejemplo, a la hora de comercializar un producto financiero referenciado al IBEX 35, como requisito de validez se ofrezca a los clientes una «previsión razonada y razonable» de la futura evolución de este índice.

c) Por último, existe una razón final para rechazar esta exigencia informativa que es la que apunta la Sentencia e incluso la propia normativa de valores transcrita infra. Es la posibilidad de que la información que suministre la entidad financiera resulte ser a la postre equivocada, lo cual no será difícil que suceda sobre la base de la imprevisibilidad del Euribor que se ha analizado. De este modo, «el remedio sería peor que la enfermedad». Pensemos, por ejemplo, que un cliente base su decisión de suscribir un Swap en determinadas previsiones de la entidad financiera que resulten erróneas. En tal supuesto, podrían surgir eventuales cuestiones de responsabilidad o incluso dolo. Esta última vía es la que parece insinuar la Sentencia cuando manifiesta que el Banco «yerra de manera flagrante» en sus previsiones alcistas, pero «no hay prueba de que lo hiciera deliberadamente».

III. LA CANCELACIÓN ANTICIPADA DEL CONTRATO: LÓGICA ECONÓMICA, JURÍDICA Y FUNCIONAMIENTO

1. El planteamiento de la Sentencia

La Sentencia reconoce expresamente y lo tiene como hecho probado que «nadie había advertido al cliente (...) que la resolución del contrato pudiera ser tan costosa». Asimismo tiene en cuenta que «efectivamente, los términos del contrato aportado evidencian que supondría algún coste», pero estima que «no se informó, o al menos no se hizo de forma inteligible y concreta, del elevado coste que supone la resolución anticipada por parte del cliente». Entiende además la Sala que el coste de resolución es «desproporcionado, porque en definitiva el incremento que podría haber padecido de haberse afrontado una eventual subida de tipos, que desde luego no se produjo, hubiera sido netamente inferior al que acarrea la resolución voluntaria del contrato litigioso».

(24) Es más, la propia legislación de mercado de valores parece rechazar este tipo de previsiones. El artículo 5 del Anexo del ya derogado Real Decreto 629/1993, citado por la propia Sentencia objeto de comentario, lleva a la conclusión de que no era exigible a las entidades que facilitasen a sus potenciales clientes ninguna previsión sobre la evolución de los tipos de interés: «3. La información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata. Cualquier previsión o predicción debe estar razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos.

4. Toda información que las entidades, sus empleados o representantes faciliten a sus clientes debe representar la opinión de la entidad sobre el asunto de referencia y estar basada en criterios objetivos, sin hacer uso de información privilegiada. A estos efectos, conservarán de forma sistematizada los estudios o análisis sobre la base de los cuales se han realizado las recomendaciones. [...]». La propia norma establece que las predicciones y previsiones, cuando se empleen, deberán ofrecerse con cautela, basándolas en datos objetivos y justificados.

Sobre esta base, la Sentencia entiende que «era preciso aclarar qué consecuencias derivarían de una eventual resolución, ya que el costo de la misma es tan elevado».

Además, la Sentencia califica el coste de cancelación como «riesgo» del Contrato y argumenta que la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores («LMV») obliga a «hacer hincapié en los riesgos que cada operación conlleva».

2. El funcionamiento de la cancelación anticipada en los Swaps

Merece la pena analizar, al hilo de estas consideraciones, cómo funciona la cancelación anticipada de los contratos de permuta financiera:

a) En primer lugar, debemos destacar que la posibilidad de cancelación anticipada no es un derecho inherente a los contratos de duración determinada, como lo es el Swap. En estos contratos, la regla es que los contratos despliegan su eficacia hasta su vencimiento. En aquellos casos excepcionales en que se permite resolver un contrato anticipadamente, tanto la Ley como el contrato suelen prever la penalidad o indemnización asociada a tal terminación⁽²⁵⁾. De este modo, podemos afirmar, aunque resulte obvio, que sólo podrá cancelarse anticipadamente un contrato de Swap cuando así se prevea en el propio Contrato⁽²⁶⁾.

b) Aunque la Sentencia no lo explicita, podemos presumir que la forma de referenciar el coste de cancelación del Swap sería «a valor de mercado»⁽²⁷⁾. ¿Cuál es ese valor de mercado? El Swap, como hemos visto, otorga a cada una de las partes un derecho a percibir, durante un plazo de tiempo determinado, unas cantidades en contraprestación del pago de otras, calculadas sobre el mismo importe nominal. Ese potencial flujo de pagos (positivo o negativo) tiene un determinado valor de mercado. Este valor no es más que el importe neto de ese flujo de pagos que supondría percibir del cliente —en caso de liquidaciones negativas— o pagar al cliente —en el caso liquidaciones positivas— calculado hasta la extinción del Contrato. Se lleva al momento en el que se solicite la cancelación anticipada ese flujo futuro de pagos/cobros del Contrato.

(25) *Vid.* por ejemplo, el artículo 1.594 CC, que establece expresamente para el contrato de arrendamiento de obra que «el dueño puede desistir, por su sola voluntad, de la construcción de la obra aunque se haya empezado, indemnizando al contratista de todos sus gastos, trabajo y utilidad que pudiera obtener de ella». En idéntica línea, la jurisprudencia existente en materia de resolución anticipada de arrendamientos urbanos obliga al pago de una indemnización en los supuestos de desistimiento unilateral del arrendatario.

(26) No es infrecuente que, por ejemplo, se pacte en el Swap la posibilidad de cancelarlo anticipadamente «de común acuerdo» y que, en tales casos, deberá satisfacerse el «valor de mercado» del Swap. Tal cláusula no faculta al cliente a resolver anticipadamente por su exclusiva voluntad. Deberá ponerse de acuerdo con la entidad financiera y, en tal caso, se asegura que el «precio de cancelación» será el valor de mercado del derivado.

(27) Ésta es la práctica habitual para los casos de resolución voluntaria del cliente. En los casos de resolución por incumplimiento el Contrato Marco de la AEB («CMOF») fija un procedimiento específico de determinación del coste de cancelación (*vid.* estipulación decimocuarta del CMOF titulada «Cálculo de la cantidad a pagar»).

El cálculo de ese precio depende, por tanto, de variables desconocidas en el momento de la suscripción del Contrato. En efecto, en ese momento resulta imposible ofrecer un concreto precio de cancelación ya que depende de la fecha en que se solicita la cancelación y, por tanto, el tiempo que resta hasta la finalización del Contrato; y de la situación de los tipos de interés en el momento de la cancelación.

c) Este «valor de mercado» puede resultar un abono para el cliente o un cargo ya que depende de la situación del tipo de referencia del Swap (el Euribor) en el momento en que se solicite la cancelación con relación al tipo fijo pactado en el contrato. Podemos afirmar que habrá un precio «positivo» para el cliente si en el momento en que solicita la cancelación está obteniendo liquidaciones negativas y, en cambio, habrá un precio «negativo», un cargo para el cliente, si solicita cancelar en un contexto de liquidaciones negativas.

En resumen, el coste de cancelación no es arbitrario, sino que es un precio de mercado objetivo basado en el importe neto de los flujos de pagos del Contrato que esperan recibir las partes hasta su vencimiento. Todo tiene un precio, un valor y en el Swap este valor es lo que pagaría el mercado por él.

d) El coste de cancelación tiene plena lógica jurídica y financiera. El Swap, como hemos visto, tiene como finalidad objetiva la estabilización de la cuota o tipo variables de la financiación del cliente en una cantidad o tipo fijos. Pues bien, si la resolución careciera de efectos económicos para las partes, el Contrato perdería su objeto y finalidad de cobertura frente a las oscilaciones de tipos de interés. Cualquiera de las partes podría evitar que desplegara sus efectos de estabilización, resolviéndolo cuando le perjudicase, en caso de que pudiera hacerlo sin hacer frente a ningún tipo de consecuencia económica. Sería tan fácil como que el cliente, ante un escenario de tipos de interés por debajo de la cuota o tipo fijos que se comprometió a abonar, decidiera resolver gratuitamente. A su vez, la cancelación sin coste llevaría al absurdo de que el Banco, ante un Euribor por encima de esa cuota o tipo fijos y, dado que sufre un perjuicio patrimonial —recibe menos de lo que tiene que pagar al cliente—, resolviese el Contrato sin tener que pagar nada al cliente.

Esto supondría que el Contrato nunca cumpliría su finalidad de cobertura. Es más, admitir la resolución sin coste comportaría que el cumplimiento del Contrato quedaría al arbitrio de cada una de las partes, vulnerando lo dispuesto en el artículo 1256 CC, ya que la cobertura no desplegaría sus efectos a la exclusiva voluntad de cualquiera de ellas⁽²⁸⁾.

⁽²⁸⁾ Sentar estas ideas preliminares es relevante, porque muchas resoluciones judiciales —como la que es objeto de comentario— atienden simplemente al importe del coste de cancelación, manifiestan que resulta «desproporcionado» y no alcanzan a comprender el sentido económico-financiero del coste. El Swap es un contrato y, como tal, tiene vocación de duración determinada, configurándose la posibilidad de cancelarlo anticipadamente como algo excepcional y sujeto a una regla objetiva y muy sencilla: su «valor de mercado», que, en cualquier caso, resulta prácticamente imposible determinarlo *a priori* en el momento de la contratación.

3. Valoración de las consecuencias de la resolución anticipada

Volviendo al texto de la Sentencia y en atención a lo expuesto, a nuestro juicio la Sala pasa por alto que no resulta posible aclarar a priori al cliente las consecuencias derivadas de una eventual resolución. En otras palabras, en el momento de la contratación del Swap se desconocen las variables que determinarán el valor de mercado inherente a la cancelación anticipada del derivado, por lo que resulta imposible detallar (al menos cuantitativamente) al cliente «las consecuencias que derivarían de una eventual resolución» o «una referencia exacta del coste que supondría tal resolución», siguiendo los términos literales de la Sentencia. Es por eso que la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre de 2011, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios (art. 24.1.c. 3.º) simplemente exige que se haga referencia (no que se detalle de forma exhaustiva) a distintos escenarios (no a todos los posibles) de tipos de interés que respondan a la evolución histórica del tipo de referencia (por tanto, calculable).

Con esto no queremos decir que el Swap no deba advertir de la existencia de un coste (o precio) de cancelación, antes al contrario. Asimismo, el contrato debería contener los parámetros que se emplean para su cálculo. De este modo, entendemos que debería explicarse que su importe depende de la evolución del tipo de referencia y del momento en el que se solicite la cancelación (y, en definitiva, del tiempo que reste de vigencia del Contrato). Es cierto que algunos contratos pueden ser más claros a la hora de explicar el procedimiento de determinación del valor de mercado, pero lo relevante a efectos del *dolo* que denuncia la Sentencia debe ser exclusivamente la advertencia de que cancelar el Swap puede tener coste y que se calculará a precio de mercado, porque poco o más se puede decir en el momento de la contratación.

No resulta posible (ni realista) explicar al cliente que, por ejemplo, en septiembre de 2006, cuando contrató el Swap (el Euribor estaba al 3,715%), si pretendiese cancelarlo después con el Euribor al 1,5% habría de pagar varios miles de euros⁽²⁹⁾. Decimos que no es posible ni realista, porque los ejemplos que pueden ofrecerse al cliente son infinitos y tal exigencia informativa dificultaría la propia contratación bancaria.

En muchas resoluciones judiciales también se menciona la necesidad de incluir una fórmula que recoja en el contrato el modo de calcular el coste de cancelación, y aunque nada hay que se oponga a ello, lo cierto es que una fórmula numérica tampoco arrojaría información adicional al cliente porque, se insiste, se desconocen los elementos variables del precio (momento de solicitud de cancelación, situación del Euribor en

(29) El propio Banco de España en su página web, a la hora de explicar las coberturas de tipos de interés manifiesta que «La ventaja está en que durante el período de cobertura, pase lo que pase con el índice de referencia, usted pagará este tipo fijo acordado, pero tenga presente que, en función de la evolución del índice de referencia, lo que pague según el citado tipo fijo podría ser superior a lo que pagaría de acuerdo con el tipo variable que ha intercambiado. Si se da esta última circunstancia y usted desea cancelar anticipadamente la operación de cobertura, deberá usted abonar una cantidad que puede llegar a ser importante, dependiendo de la bajada que haya registrado el índice de referencia». El Banco de España, por tanto, tampoco ofrece una cuantificación de la cantidad que pueden tener que abonar los clientes como consecuencia de la cancelación. La cita extractada se puede encontrar en el siguiente enlace: <<http://www.bde.es/clientebanca/productos/hipotecas/cuanto/temas/cobertura.htm>>.

ese momento y tiempo que resta hasta el vencimiento del contrato). Así lo entiende pacíficamente el Servicio de Reclamaciones del Banco de España en múltiples resoluciones habidas hasta la fecha⁽³⁰⁾.

En cambio, a nuestro juicio y tal como sostiene el Banco de España, no cabe duda de que los clientes deben ser plena y detalladamente informados en el momento en que la entidad les comunique el coste de cancelación anticipada. Deben disponer de toda la información y parámetros necesarios para comprender cómo se ha fijado ese concreto valor de mercado y poder oponerse si no fuera correcto.

La Sentencia llega a afirmar que el coste de la resolución «es además desproporcionado» y que supone «el abono de todo el coste hasta vencimiento del contrato». La indeterminada afirmación acerca de la «desproporción» del coste debe encontrar respuesta en la lógica económica y funcionamiento de la cancelación anticipada que se ha estudiado en párrafos precedentes⁽³¹⁾.

⁽³⁰⁾ Estas resoluciones no figuran publicadas en ninguna base de datos y son sólo notificadas a las partes de la reclamación. Con todo, a través de Internet (por ejemplo, <<http://www.noclip.es/>>) se han organizado de modo eficiente múltiples clientes que han suscrito Swaps de intereses como el que es objeto de este comentario. Comparten públicamente información, resoluciones judiciales o resoluciones del Servicio de Reclamaciones del Banco de España. Entre estas resoluciones podemos encontrar muchas con un texto semejante a éste: «No se aprecia por tanto a la vista de lo expuesto, incumplimiento de la normativa de transparencia ni de las buenas prácticas bancarias en la redacción de los contratos firmados por las partes, sin que pueda considerarse tal la no inclusión de una cantidad determinable de antemano a cargar en el caso de una cancelación anticipada, al depender esta del nivel en que se encuentre el Euribor en el momento de la misma. Ello no es óbice para que la entidad le ofrezca a su cliente todas las explicaciones y acreditaciones oportunas de los cálculos realizados en caso de proceder a dicha cancelación, a fin de que éste pueda verificar la realidad del precio ofrecido por la entidad». De esta forma, no viola la claridad y transparencia bancarias no incluir una fórmula que determine el precio de cancelación del derivado, aunque sí deba reseñarse su modo de cálculo (o metodología, en la expresión de la reciente Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre de 2011, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios).

⁽³¹⁾ En atención a esa lógica, es relevante destacar lo resuelto por la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 1 de Burgos, de 31 de marzo de 2011 (Sentencia núm. 31/2011). La cita es un tanto extensa, pero resulta muy clarificadora su transcripción literal: «Sin embargo, los contratos no contemplan, ni en las condiciones generales ni en las particulares, la fórmula o método para calcular el importe del precio o coste de la cancelación anticipada, y solicitada ésta por los demandantes en abril de 2010 el banco proporcionó a los mismos un precio orientativo de cancelación anticipada, que hemos señalado en el fundamento primero, y que se ha calculado conforme la siguiente fórmula matemática: precio de cancelación igual al nominal \times nominal \times plazo \times (CR – CP) / 360 / 360 + L, donde CR es el tipo de interés que el cliente paga, CP el tipo de interés que el cliente recibe. La anterior fórmula, que de por sí es sencilla y se funda en la tradicional del crt, no es contemplada en el contrato y según se reconoció por el director de la oficina donde se firmaron los contratos no se informó de la misma a los demandantes cuando se concertaron los contratos, del mismo modo que no se les informó sobre el coste económico de la cancelación anticipada. Se plantea de tal modo la cuestión si la fijación del coste de la cancelación conforme la susodicha fórmula es arbitraria y vulnera el principio básico de la contratación consagrado por el artículo 1.256 del CC según el cual los contratos no pueden quedar al arbitrio de una de las partes contratantes.

En criterio que ha sostenido este juzgador en una reciente sentencia es que la no fijación por el contrato de la fórmula o método de cálculo del coste o precio de la cancelación anticipada no se ajusta a Derecho y es causa de nulidad, criterio que a su vez se apoyaba en una resolución del Servicio de Reclamaciones del Banco de España, que resolvía que la anterior circunstancia era contraria a las buenas

4. El coste de cancelación no es un riesgo del Contrato

Existe, por último, un argumento de la Sentencia sobre el que merece la pena detenerse. Nos referimos a la calificación del coste de cancelación anticipada como «riesgo» del Contrato. El coste de cancelación no es ningún tipo de «riesgo»⁽³²⁾. Son varias las razones que apoyan esta idea:

prácticas bancarias. Sin embargo, la consideración de que existen otras resoluciones de tal Servicio que sostienen un criterio distinto, y sobre todo lo declarado por los peritos en el presente juicio, han llevado a quien esto suscribe a cambiar el criterio. En tal sentido debe partirse que el contrato permite la cancelación anticipada pero con el pago de un coste o precio acorde con las condiciones del mercado existentes cuando se solicite tal cancelación, condiciones que básicamente están dadas por el Euribor vigente cuando tal cancelación se solicita. A tal respecto los peritos en la vista del juicio declararon que si bien el contrato no contempla la fórmula para fijar el coste de la cancelación anticipada la fórmula aplicada se ajusta a las condiciones de mercado, y que la aplicación de otra fórmula distinta ofrecería resultados económicos similares. Por lo anterior, procede concluir que el banco no incurre en arbitrariedad al fijar el precio o coste económico de la cancelación, pues por una parte el contrato se remite a un criterio objetivo, cual es la remisión al precio que resulte de las condiciones de mercado existentes cuando se solicite la cancelación anticipada, y la fórmula empleada es acorde con tales circunstancias de mercado. Por otra parte, para determinar que el banco ha incurrido en arbitrariedad al fijar el coste o precio de la cancelación anticipada, sería preciso que concurrieran una de estas dos circunstancias: 1.^a) que la fórmula empleada no se ajuste a las condiciones de mercado existentes cuando se solicita la cancelación; 2.^a) que exista otra fórmula alternativa cuya aplicación conlleve un coste más favorable para el cliente, es decir un precio menor que el calculado por el banco; sin embargo la parte actora pese haber aportado informe pericial no ha tratado de probar ni que la fórmula aplicada no sea correcta y acorde con las circunstancias de mercado, ni que exista una fórmula más favorable para los demandantes y que determine el cálculo de un coste menor de la cancelación.

Los demandantes solicitan que se les autorice cancelar anticipadamente el contrato sin que tal cancelación conlleve coste económico para los mismos. Tal solicitud no se ajusta a Derecho ni a los principios generales que rigen la contratación. Así hemos de partir que los contratos se conciertan por un plazo de cinco años, plazo que vincula a ambas partes y éstas debe respetar sin que quepa desistir unilateralmente del contrato, razón por la cual la cancelación anticipada debe conllevar un coste económico para quien lo solicita que compense a la otra el perjuicio causado. Es el principio que rige todos los contratos, y así por ejemplo en los contratos de arrendamiento por plazo determinado si el arrendatario desiste del mismo antes de llegado el vencimiento del plazo queda obligado a compensar al arrendatario con el pago de una indemnización por el perjuicio causado. Es más, de no existir en el contrato cláusula que contemplase la cancelación anticipada y está sería solicitada por el cliente a los tribunales, éstos sólo la podrán conceder previo pago del coste de la misma, coste que quedaría fijado por un perito conforme las condiciones del mercado (coste de mercado), y que como ya hemos visto tendría un resultado similar al determinado por la fórmula aplicada por el banco, que reiteramos, no se ha demostrado que sea errónea o no conforme con las circunstancias de mercado, del mismo modo que no se ha acreditado la existencia de otra fórmula alternativa que sea más favorable para los demandantes por implicar un menor coste o precio de la cancelación anticipada.

— Y para terminar con esa cuestión hemos de decir también que la cláusula de cancelación anticipada es una cláusula accesoria del contrato, y que en el presente caso no consta que los actores contratasen el producto considerando la posibilidad de cancelarlo anticipadamente con un coste bajo. En todo caso la simple lectura de las condiciones generales pone de manifiesto que la cancelación anticipada tiene un coste económico para el cliente que debe pagar al banco un precio determinado por las condiciones de mercado existente en el momento de la cancelación».

⁽³²⁾ Debemos entender pacíficamente la referencia al riesgo como la probabilidad de pérdidas para el cliente. En palabras de la CNMV en su Guía Informativa dirigida a los inversores el riesgo es «el conjunto de factores que pueden determinar que la inversión proporcione una rentabilidad distinta de la

a) En primer lugar, tal coste surge como consecuencia de la exclusiva voluntad del cliente al ejercer su derecho potestativo a cancelar. El riesgo de un contrato o de una operación debe referirse a aquel aspecto inherente al contrato que acaecerá con independencia de la conducta de las partes. No puede ser un riesgo del Swap el coste de cancelación anticipada porque la existencia del coste sólo depende de la voluntad del cliente de cancelarlo anticipadamente.

b) La cancelación anticipada es, además, un elemento accesorio del Swap, no es algo que afecta a la esencia del Contrato. El riesgo del Swap sólo puede referirse a aquellos aspectos esenciales del contrato (por ejemplo, el «riesgo» de liquidaciones negativas si el tipo de referencia baja del tipo fijo pactado)⁽³³⁾. Como se dijo anteriormente, no se trata de negar que el cliente no deba ser informado con detalle acerca del coste de cancelación. Al contrario, no cabe duda de que las entidades financieras deben advertir de la existencia del coste de cancelación. La cuestión es estrictamente terminológica: la información surge como un aspecto más del funcionamiento del Contrato, pero no por su errónea calificación de «riesgo» del Swap. En definitiva, en lo que al deber de información de «los riesgos que cada operación conlleva» estableci-

esperada, por encima o por debajo. Riesgo significa incertidumbre y, financieramente hablando, se considera que incorpora el mismo riesgo obtener un 20% por encima o por debajo de la rentabilidad prevista. Lógicamente, el riesgo que preocupa al inversor es el segundo, es decir, la probabilidad de que la rentabilidad sea inferior a la inicialmente prevista». Esta Guía Informativa se puede consultar en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_rentafija.pdf>.

(33) La cuestión de la accesoriedad de la cancelación anticipada también es relevante para el error. El apartado 1.º del artículo 1266 CC proclama: «Para que el error invalide el consentimiento, deberá recaer sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato, o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo». De esta forma, únicamente el desconocimiento de aspectos esenciales del Swap podría conllevar su nulidad. La práctica judicial está dividida y existen sentencias a favor de su conceptualización como elemento esencial y otras en contra. A nuestro juicio, todo lo relativo a la cancelación anticipada del Swap no puede reputarse como esencial desde el punto de vista objetivo como «sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato». La cancelación anticipada es accesoría y el Swap continúa existiendo, pese a que la cancelación anticipada desaparezca.

Mayores dudas presenta el aspecto subjetivo de la cancelación como condiciones que «principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo». Si bien puede sostenerse que nadie celebra un contrato pensando en cancelarlo anticipadamente, aunque se pueda reservar esta posibilidad para un supuesto extremo. En cualquier caso, estaríamos ante una cuestión probatoria que debe recaer en la parte demandante. Es el actor quien debe probar que basó su consentimiento en la posibilidad de cancelar anticipadamente el Swap. A nuestro juicio, en tales casos, no hay duda de que el Banco tiene la carga de explicar que la cancelación anticipada del Swap puede tener un coste. Lo que no se reputaría esencial es la determinación del coste. Con carácter general, es el cliente quien debe solicitar información acerca de la concreta cuantificación del coste, si es un tema de tanta importancia como para formar su consentimiento. Esta carga no debe recaer en la entidad bancaria.

Sobre la accesoriedad de la cancelación anticipada resulta relevante lo establecido por la Sentencia de la Sección 1.ª de la Audiencia Provincial de Córdoba, de 8 de abril de 2011 (Sentencia núm. 100/2011), que establece que «la nulidad del contrato ha de versar sobre un elemento esencial, de tal forma que la falta de éste determinará aquella por no poder subsistir el contrato sin ese concreto particular esencial para su consideración como tal, y es precisamente aquí, en línea con la parte apelante, que se ha de privar de semejante significado a lo relativo al coste de la cancelación anticipada, puesto que eliminada la cláusula que regula lo relativo a ese desistimiento unilateral a favor del cliente, el contrato subsiste sin ningún problema, esto es, no es un elemento esencial, su falta en nada afectaría a la validez y vigencia del contrato como un conjunto equilibrado».

do por la LMV ser refiere, no puede conceptuarse como «riesgo» la existencia de un coste de cancelación.

IV. PRESUPUESTOS DEL DOLO APRECIADO EN LA SENTENCIA

Como hemos dicho al inicio, son dos los pilares en los que se asienta el dolo cuya estimación funda la nulidad del Swap la Sentencia. En primer lugar, el ofrecimiento de un producto con una finalidad distinta a la real como cobertura de los riesgos de subida de tipos de interés y, en segundo lugar, «el ofrecimiento de una ampliación del crédito para vencer su natural prudencia». Ambos aspectos, a juicio de la Sentencia, son constitutivos de la «maquinación o insidia de la que habla el artículo 1.269 CC, porque nunca hubiera contratado sin la insistencia del banco, sin el convencimiento que era una especie de seguro, y sin la oferta de ampliar el crédito que previamente ya disponía». La Sentencia, además, menciona incidentalmente un tercer supuesto de *dolo* en la medida en que el Banco no advirtió de que el coste de la cancelación anticipada podría ser tan elevado, lo que constituiría un «dolo negativo o por omisión».

A lo largo de este comentario, hemos visto cómo, a nuestro juicio, todo contrato de Swap cubre frente a la subida de tipos de interés. Con todo, el objeto de este apartado será analizar si, admitiendo los hechos probados de la Sentencia, la conducta del Banco (activa y pasiva) es suficiente para anular el Swap por dolo con arreglo a los artículos 1269 y 1270 CC.

1. El dolo en relación con la finalidad para la que fue ofrecido el Contrato

Es importante recordar en este punto que la Sentencia no niega que el Contrato advirtiese del riesgo de la operación. Es más, como se ha explicado anteriormente, la Sentencia sí que menciona que el Contrato contiene un denominado «Aviso Importante» que «en negrilla» advierte «del coste en caso de variación de los tipos». Es decir, el cliente no podía desconocer, mediante la lectura del contrato, que el Swap tenía un coste, un riesgo de liquidaciones negativas para él, a cambio de estabilizar en una banda determinada sus costes de financiación. Dejando al margen el funcionamiento del contrato donde sí que puede apreciarse que, efectivamente, el Swap puede generar liquidaciones positivas o negativas (recordemos, en el caso de que el cliente reciba del Banco menos de lo que le tiene que pagar), el texto contractual advierte de un posible coste «en caso de variación de los tipos».

Este razonamiento nos lleva a plantearnos dos cuestiones que deben valorarse para apreciar la existencia de dolo: (i) la existencia de una relación de causalidad suficiente entre la conducta «insidiosa» y el consentimiento prestado; y (ii) la exigencia del carácter vencible o invencible del dolo como vicio del consentimiento. Ambos aspectos son determinantes de la existencia del dolo.

a) Sobre la relación de causalidad, es pacífico que sólo puede dar lugar a la nulidad del Swap aquel dolo que, siguiendo lo dispuesto en el artículo 1.270 CC, pueda

ser calificado como «grave». En palabras de DÍEZ PICAZO⁽³⁴⁾ «es dolo grave aquel que ha dado causa al contrato o que ha sido causa del contrato». En este punto, la Sentencia tiene probado que, efectivamente, lo que ha sido causa del contrato es la creencia del demandante, sobre la base de las explicaciones ofrecidas por el Banco acerca de que estaba contratando un producto que le permitía cubrirse frente a la subida de tipos y que, tal como se desprende del relato fáctico de la Sentencia, no acarrea liquidaciones negativas.

Sobre esta base, el debate puede reducirse a si es suficiente para anular un Swap y para estimar el dolo de la entidad financiera basarse sólo en las explicaciones ofrecidas y no en el contenido del Swap que advierte, expresamente, del riesgo del Contrato. A nuestro juicio, resulta claro que la conducta de la entidad financiera no reúne, en este primer pilar, los requisitos legales y jurisprudenciales del dolo. Cuestión distinta sería que el contrato de Swap no advirtiese del riesgo, ni de su funcionamiento. Sería necesario además que existiera intención o propósito de engañar⁽³⁵⁾. Pero no podrá decirse que existe tal intención cuando el propio contrato de Swap no sólo no oculta, sino que hace declaración expresa de las eventuales consecuencias perjudiciales del contrato.

En todo contrato, y más en los relativos a instrumentos financieros derivados, es muy difícil admitir que el consentimiento contractual de los demandantes se ha formado exclusivamente con arreglo a la información precontractual suministrada y sin tener en cuenta el contenido contractual; más aún cuando el cliente de la entidad financiera contratante es una sociedad mercantil (en cuyo caso, además, sus administradores tienen obligación de actuar diligentemente). Al respecto, debe recordarse que la Sentencia tiene como hecho probado que los demandantes habían suscrito al menos dos contratos del mismo tipo con anterioridad. También menciona «la solvencia financiera del administrador social de las empresas demandantes». No resulta creíble que un administrador diligente suscriba cualquier tipo de contrato (y menos un contrato con una entidad financiera) sobre la base exclusiva de la información verbal recibida⁽³⁶⁾.

(34) En *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, volumen primero, *Introducción. Teoría del Contrato*, 6.ª ed., Thomson-Civitas, p. 201.

(35) Ni siquiera en los términos más extensivos de la jurisprudencia acerca de que el dolo civil incluye un conocimiento de que con una determinada conducta podemos producir un engaño efectivo. Vid., por todas, Sentencia de 21 de abril de 2009 (núm. 255/2009): «la jurisprudencia, en interpretación del concepto de dolo civil, ante la ausencia de una definición legal y sin perjuicio de reconocer la dificultad para fijar las fronteras con el concepto de culpa (S. 9 de marzo de 1.962), sí configurado en el Código Civil (LEG 1889, 27) (art. 1.104), ha sentado que no procede circunscribir su ámbito al de la malicia o intención, por lo que, rehuyendo la asimilación al dolo penal, entiende que, no solo comprende los daños producidos con intención de dañar o perjudicar, sino que basta, en sintonía con el concepto de mala fe, infringir de modo voluntario el deber jurídico, es decir, con la conciencia de que con la conducta observada se realiza un acto antijurídico, haciendo lo que no debe hacerse».

(36) A nuestro juicio, la conducta de la entidad financiera al destacar las cualidades positivas del Contrato frente a las negativas tendría fácil encaje en la figura del llamado «*dolus bonus*». Como recuerda Luis DÍEZ PICAZO en *op. cit.*, 6.ª ed., p. 201: «no todo engaño es considerado como ilícito y

b) Sobre el carácter vencible del dolo, gran parte de la doctrina se pronuncia en el sentido de que, a diferencia del error, es indiferente que el dolo pueda ser excusable o inexcusable⁽³⁷⁾. A nuestro juicio, es cierto que al dolo no pueden trasladarse las categorías de *excusabilidad* del error, pero lo que sí que debe atenderse a la figura de la negligencia o al principio de autorresponsabilidad que debe presidir la contratación en general y la contratación mercantil en particular⁽³⁸⁾.

Esta diligencia debe exigir la lectura de la documentación contractual para, en su caso, salvar el hipotético dolo directo provocado por la información verbal recibida. Esta es la línea de la jurisprudencia del Tribunal Supremo que estima que el dolo no puede servir de parapeto de la negligencia⁽³⁹⁾. Y, a los efectos de graduar la eventual

constitutivo de dolo. Tradicionalmente, la doctrina viene situando frente al auténtico dolo (*dolus malus*) el llamado *dolus bonus*. Hay siempre un cierto margen de engaño en las acciones generales del tráfico que los criterios éticos imperantes no rechazan. *Dolus bonus* es, pues, este margen de engaño tolerado por los usos y la moral». De este modo, para DÍEZ PICAZO serían *dolus bonus* «las afirmaciones y los elogios exagerados que el comercio suele utilizar en la publicidad de las mercaderías, siempre y cuando se mantenga dentro de los límites tolerados por los usos y sea reconocible el carácter publicitario o propagandístico de las afirmaciones». Aun desconociendo los pormenores del caso enjuiciado por la Sentencia y el resultado de la prueba practicada, parece lógico comprender que la comercialización del Swap a un empresario se centre en la exaltación de la cualidades positivas (cobertura frente al riesgo de subida) sin que ello derive en la nulidad por dolo por cuanto el contrato es el que advierte también de los riesgos y, en definitiva, es lo que tiene fuerza de ley entre las partes *ex art.* 1.091 CC.

⁽³⁷⁾ Por ejemplo, Antonio MORALES MORENO en *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales*, t. XVII, vol. 1 B. *Artículos 1261 a 1280 del Código Civil*, Revista de Derecho Privado, 1993, p. 389, estima que «quien invoca el error, no debe haber incidido en él por su propia culpa. En el dolo, por el contrario, no hace falta que concurren tales requisitos; basta que se haya producido una captación intencionada de la voluntad del contratante». En el mismo sentido, Alfonso DE COSSÍO Y CORRAL, en *El Dolo en el Derecho Civil*, Ed. Comares, 2005, p. 187: «cuando se trata de un error que podía haberse evitado mediante la debida información, es indudable que no procederá la anulación: lo impide la negligencia del contratante que pudo y no se preocupó de informarse. En cambio, si ha habido dolo, la nulidad será procedente, aunque el error hubiera podido ser evitado por otros medios».

⁽³⁸⁾ Resulta interesante la reflexión de Luis ROJO AJURIA en *El Dolo en los Contratos*, Ed. Civitas, 1994, p. 285, sobre el dolo positivo y el dolo negativo o por omisión: «la obligación de información se configura sobre la imposibilidad (o grandes costes) de la otra parte para tener acceso a la información, o la existencia de una confianza legítima. Hemos sostenido en el capítulo anterior que, en caso de dolo positivo, sólo era exigible a la víctima una diligencia mínima para evitar el engaño. Es evidente que ante una pura reticencia, y por la propia configuración del deber de información, la necesidad de una asimetría en los costes de información, la valoración de posición de la víctima es muy distinta». El dolo positivo exige, pues, una mínima diligencia para evitar el engaño. ¿Se encuentra dentro de esa diligencia la lectura del contrato para el caso de que difiera de la información precontractual recibida? Sin duda, la respuesta debe ser positiva.

⁽³⁹⁾ Por ejemplo, la Sentencia de 11 de julio de 2007 menciona, con cita de otras, que el dolo no es invalidado por «la confianza, buena fe o ingenuidad de la parte afectada —STS 15-6-1995—», tal declaración, *a sensu contrario*, parece admitir que el dolo sí que resulta invalidado por la negligencia de esa parte. La Sentencia de 5 de marzo de 2010 (núm. 129/2010) analiza la negligencia del afectado por el dolo y concluye que «el desconocimiento de la dolina no fue debido a la falta de diligencia y el silencio de la parte vendedora sobre ello fue determinante de la voluntad de comprar». Por último, para la famosa Sentencia de 26 de octubre de 1981, «no se puede premiar la mala fe ínsita en el dolo so pretexto de la

negligencia del cliente para que prospere la nulidad por dolo, también debe atenderse a sus circunstancias particulares concurrentes: en este caso, vuelve a cobrar importancia tanto la contratación previa de otros dos Swaps, como su perfil de «solvente» administrador societario.

En lo que se refiere al contenido del Contrato como defensa frente al dolo, la Sentencia se limita a señalar que «se argumenta, por el banco, que el cliente pudo leer el contrato y que solicitó explicaciones en varias ocasiones. Frente a tal argumento puede acudir al contrato, un contrato de adhesión, en el que las condiciones han sido predispuestas por el oferente. Es el banco quien redacta el contrato, y falta a la verdad cuando en el exponendo I asegura que el cliente se ha dirigido al mismo manifestando la voluntad de realizar esa operación financiera». Es verdad que en atención al relato de hechos probados esta afirmación incluida por la entidad bancaria es incierta (sin duda derivada de la, en este caso indebida, utilización de un modelo normalizado). Con todo, no induce a ningún engaño ni error del cliente. Se recoge en el contrato un estado de cosas distinto a la realidad, pero tal declaración no afecta a la formación de un consentimiento viciado, que es a que se debe atender. Resulta, sin duda, una práctica reprochable de la entidad, pero no influye en la validez del Swap.

2. El dolo en relación con el ofrecimiento de una ampliación de una línea de crédito

Nos hallamos, nuevamente, ante un supuesto de dolo directo. Es el segundo pilar en el que se asienta el dolo apreciado por la Sentencia y consistiría en «la oferta de ampliar el crédito que previamente ya disponía el demandante», que es lo que, junto con las explicaciones verbales recibidas, habría vencido la «natural prudencia» del cliente a la hora de contratar.

A nuestro juicio, el ofrecimiento de esta ampliación del crédito tiene difícil encaje en el requisito de «maquinación insidiosa» del artículo 1.269 CC. Faltaría ese primer requisito del dolo como un «acto ilícito consistente en el empleo de palabras o maquinaciones insidiosas»⁽⁴⁰⁾. El ofrecimiento de una ampliación de una línea de crédito responde más al concepto de negociación entre la entidad financiera y la mercantil demandante y, en modo alguno, constituye una práctica reprochable.

Nótese, además, que estamos ante un administrador mercantil con «*solvencia financiera*» y no ante un mero consumidor menos habituado a tratar con bancos. Situaciones de este estilo son, sin duda, comunes en las relaciones comerciales cliente-

confianza ajena, calificando a ésta de ingenuidad (“*simplicitas*”) como si el derecho debiera ser más el protector de los astutos que el defensor de los confiados, concepto o conductas que no pueden equipararse a los de diligencia o negligencia (y ahí sí que “*vigilantibus non durmientibus iure succurrunt*”) como pautas que el Derecho ha de valorar otorgando su protección al hombre cuidadoso frente al negligente, y evidente resulta aquí que no puede calificarse de negligencia o simplicidad la actitud de las compradoras que se aquietan y confían, como cualquier hombre razonable, ante el dato de una escritura de propiedad, en sí constituyente de fe pública». El Derecho, por tanto, no puede proteger conductas negligentes.

⁽⁴⁰⁾ Vid. Luis DÍEZ PICAZO, *op. cit.*, 6.ª ed., p. 199.

entidad financiera⁽⁴¹⁾. Es, en última instancia, el cliente el que decide contratar el Swap sin que su consentimiento se halle viciado por el hecho de que haya influido en su decisión (que, sin duda, lo habrá hecho) obtener una ampliación de la línea de crédito suscrita previamente con el Banco.

3. El dolo omisivo referente al «elevado» coste de la cancelación anticipada

Aunque con menor intensidad, la Sentencia también denuncia un dolo negativo u omisivo del Banco por el hecho de no haber aclarado «qué consecuencias derivarían de una eventual resolución, ya que el costo de la misma es tan elevado. No hubo tal información». ¿Es suficiente esta ausencia de información para viciar el consentimiento?

En primer lugar, procede recordar que sólo el dolo grave vicia el consentimiento y que «el dolo será incidental si recae sobre elementos secundarios o accesorios». Es el dolo incidental regulado en el párrafo 2.º del artículo 1.270 CC. Por tanto, el dolo sólo tiene virtualidad anulatoria «si el engaño recae sobre elementos esenciales o principales del contrato»⁽⁴²⁾. Al respecto nos remitimos a lo analizado en páginas precedentes sobre el carácter accesorio de la cancelación anticipada y, en especial, a lo que respecta a su concreto coste. Es importante retener que el Banco no oculta que exista coste, sino que no cuantifica el coste de la cancelación. En palabras de la Sentencia, «los términos del contrato aportado evidencian que supondría algún coste. Al margen de la valoración jurídica que merezca, respecto a su claridad, la cláusula segunda de los contratos, basta examinarla para constatar que además de ser precisos conocimientos jurídicos de algún nivel, no incluye una referencia exacta del coste que supondría tal resolución». Lo que trasluce de la Sentencia es que esa referencia exacta del coste dado que es tan «elevado» es un elemento esencial del Contrato, acerca del que el Banco tiene obligación de informar.

Ya se explicó con anterioridad que las entidades financieras no pueden tener conocimiento, en el momento de la suscripción del Contrato, del importe (ni siquiera aproximado) de cancelación anticipada. Esto es importante porque faltaría también ese necesario «deber de hablar» que constituye el primer presupuesto del dolo omisivo⁽⁴³⁾. No puede exigirse, conforme a la buena fe, que el Banco pueda dar información sobre algo que no conoce. En palabras de DÍEZ PICAZO «se trata de saber si, por el conjun-

(41) Se nos ocurren numerosos supuestos, pero, por ejemplo, puede ser habitual la contratación de un plan de pensiones con el fin de obtener un mejor diferencial en el préstamo hipotecario. O, por ejemplo, que el Banco condicione la obtención de una mayor remuneración en un depósito al hecho de que el cliente domicilie su nómina o suscriba un fondo de inversión. ¿Acaso estas circunstancias viciarían de nulidad por dolo la constitución del fondo de pensiones, la domiciliación de la nómina o la suscripción del fondo de inversión? Son meras ofertas o condiciones comerciales, fruto de un proceso negociador, que no invalidan el consentimiento.

(42) *Vid.* Luis DÍEZ PICAZO, *op. cit.*, 6.ª ed., p. 201.

(43) Por todas, según la Sentencia de 19 de julio de 2006 (núm. 751/2006) «habrá dolo negativo o por omisión siempre que exista un deber de informar según la buena fe o los usos del tráfico».

to de circunstancias que rodean el contrato, la ocultación merece la consideración de insidia»⁽⁴⁴⁾. En atención al relato fáctico de la Sentencia, entendemos que la ocultación del hipotético coste que hubiera tenido la cancelación anticipada ante un imprevisible derrumbe del Euribor como el que sucedió no revestiría el carácter de «insidia».

V. BREVE REFERENCIA A LA NORMATIVA APLICABLE

Aunque la Sentencia no lo trata directamente, al hilo de la aplicación de la legislación de mercado de valores al caso enjuiciado que no parece poner en duda la Sala (vid. sus referencias al ya derogado Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, que desarrollaba la LMV), conviene matizar esta aplicación incondicionada de tal normativa.

Al respecto, debe ponerse de manifiesto lo dispuesto en la Resolución Conjunta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España de abril de 2010 sobre «Delimitación de competencias de la CNMV y del BANCO DE ESPAÑA en relación con la supervisión y resolución de las reclamaciones que afectan a instrumentos o productos financieros derivados de cobertura»⁽⁴⁵⁾. En virtud de esa resolución, «en todos aquellos supuestos de vinculación del derivado con un producto/s bancario/s concretos, únicamente se exigirá para su comercialización el cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa bancaria».

La resolución remite en esos casos a la aplicación de la normativa bancaria porque «el hecho de que el producto principal sobre el que gira el derivado (instrumento financiero) vinculado, sea un producto bancario, supone que el cliente a la hora de ser informado del producto ofertado y de la valoración de la adecuación del mismo a sus características, debe tener las garantías propias de cliente de servicios bancarios y no de inversor, ya que no emplea o quiere el derivado como producto de inversión sino sólo en cuanto vinculado a un producto bancario y con el objeto de minorar los riesgos de fluctuación de tipos de interés o de cambio de divisas».

La razón de esta interpretación obedece a una interpretación conjunta por parte de ambos reguladores del artículo 79 quáter de la LMV y del artículo 19 de la Ley 36/2003. El artículo 79 quáter LMV explica que no serán de aplicación los requisitos de los artículos 79 bis y ter sobre las obligaciones de información de las entidades de inversión, cuando el producto financiero esté sujeto a otras disposiciones distintas relativas a la valoración de riesgos de los clientes y a los requisitos de información. Por su parte, el artículo 19 de la Ley 36/2003 establece la obligación de informar y ofrecer

⁽⁴⁴⁾ *Vid. op. cit.*, 6.ª ed., p. 202. Como recoge el autor, alguna sentencia utiliza el acertado término de «maquinación o astucia pasiva».

⁽⁴⁵⁾ <http://www.bde.es/webbde/es/supervision/internacional/Delimitacion_competencias_CNMV-BdE_sobre_derivados.pdf>.

a los deudores hipotecarios a tipo variable instrumentos de cobertura de tipos de interés, como el que es objeto de análisis en este comentario⁽⁴⁶⁾.

A partir de los hechos probados de la Sentencia no podemos inferir cuál es la financiación a tipo variable que se pretendía cubrir con el Swap, ni si, por tanto, concurren los parámetros de la citada Resolución Conjunta para entender cuándo se ofrece el producto de inversión «como parte de un producto financiero» (79 quáter LMV)⁽⁴⁷⁾. Sin embargo, resulta necesario poner de manifiesto que la aplicación de la normativa de mercado de valores y, especialmente, las obligaciones de información que derivan de MIFID⁽⁴⁸⁾ no resulta incondicionada. Es cierto que lo dispuesto en esta Resolución Conjunta carece de valor normativo, pero su valor interpretativo es de extraordinaria relevancia al venir de los dos organismos encargados de la aplicación e interpretación de la legislación bancaria y la legislación de mercado de valores.

VI. LOS EFECTOS DE LA DECLARACIÓN DE NULIDAD DE LOS SWAP

Procede, por último, analizar el pronunciamiento contenido en el Fundamento Jurídico de la Sentencia titulado «las consecuencias de la nulidad»⁽⁴⁹⁾. Con arreglo al artículo 1.303 CC, y de conformidad con lo solicitado por las demandantes, se condena a la restitución recíproca de las prestaciones. Es decir, el efecto prototípico de la

(46) A estos efectos, debe entenderse que constituyen la normativa aplicable los artículos 24 y 25 de la Orden EAH/2899/2011, de 28 de octubre de 2011, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, que en nada se opone a lo argumentado.

(47) Tales pautas se enumeran y explican en las páginas 3 a 6 de la Resolución Conjunta.

(48) «Markets in Financial Instruments Directive» (Directiva 2004/39/EC).

(49) En relación con los efectos de la nulidad, resulta también interesante (y quizás podría ser objeto de un comentario específico) analizar la posibilidad de ejecutar provisionalmente las sentencias declarativas de la nulidad de los Swap que, a su vez, condenan a la «restitución recíproca de las prestaciones». Como es sabido, el artículo 526 LEC permite sólo la ejecución provisional de sentencias condenatorias; o, lo que es lo mismo, no cabe la ejecución provisional de pronunciamientos mero-declarativos. En esta tesitura, se abren dos posibles vías en sentencias como las que nos ocupa. ¿Se trata de una sentencia declarativa en la que la restitución recíproca de las prestaciones es simplemente un pronunciamiento accesorio y *ope legis* de la nulidad? ¿O bien se trata de dos pronunciamientos separados e independientes? En el primer caso, existirían sólidas razones para entender que no cabría la ejecución provisional (sería, por ejemplo, una situación similar a la que sucedería con la nulidad de una compraventa de un bien inmueble que ordenase restitución de precio y devolución del bien cancelando las respectivas inscripciones registrales). En el segundo caso, podría sostenerse que no existe impedimento para ejecutar provisionalmente el pronunciamiento de condena. Con todo, la realidad no es blanca o negra y lo habitual es que todo se tiña de gris; de este modo, se abren distintas variables. Por ejemplo, que el Swap siga en vigor, generando liquidaciones para ambas partes y que la sentencia no contenga ningún tipo de cuantificación económica sobre la restitución recíproca. O, por el contrario, que el Swap ya haya finalizado su vigencia y que la sentencia cuantifique la cantidad objeto de condena. Sin embargo, como dijimos, no es el objeto de este comentario analizar estas variables y su influencia en materia de ejecución provisional.

nulidad de este tipo de contratos es que se condena al Banco a devolver lo recibido del cliente en virtud del Swap y al cliente, a su vez, a restituir al Banco las liquidaciones positivas que éste le abonó previamente, más los intereses legales.

Sin embargo, la Sentencia condena a estos importes exclusivamente por «razones de congruencia», ya que la Sala entiende que resultaría aplicable la previsión del artículo 1306-2.^º CC «que supone que cuando la causa torpe está de parte de un solo contratante éste no puede repetir lo que hubiera dado en virtud del contrato». Tal razonamiento es criticable ya que no estamos en presencia de un problema de causa torpe; es decir, de un contrato con objeto o causa ilícitos que no sean constitutivos de infracción penal. Nótese que, por ejemplo, el párrafo 2.^º del citado artículo 1.306 también establece que, en estos casos de causa torpe, la parte no culpable puede reclamar el cumplimiento a la otra parte y no está obligada a cumplir la prestación a su cargo. Trasladando esta regulación al Swap, ni siquiera los clientes estarían obligados a abonar las liquidaciones negativas al Banco y sí podrían recibir las positivas.

De este modo, la doctrina entiende que el supuesto del artículo 1.306 no se refiere a la anulabilidad por vicio del consentimiento, sino a la nulidad radical o inexistencia⁽⁵⁰⁾. La práctica judicial es pacífica en el mismo sentido apuntado (vid. Sentencias del Tribunal Supremo de 10 de abril de 2001 —núm. 350/2001—; de la Sección 16.^ª de la Audiencia Provincial de Barcelona de 10 de febrero de 2008 —núm. 58/2008— y de la Sección 4.^ª de la Audiencia Provincial de Tenerife de 14 de julio de 2003 —núm. 331/2003—).

— Debemos señalar, por tanto, que pretender extender los efectos de la causa torpe a la nulidad por dolo (o a la nulidad por error) resultaría contrario a lo dispuesto en el artículo 1.306 CC. Tampoco se compartiría la tesis de una eventual aplicación analógica del artículo, por cuanto las consecuencias de la nulidad ya se regulan con carácter general en el artículo 1303 CC, y el artículo 1.306 CC es una excepción a esa regla general que no guarda tampoco la debida «identidad de razón». La causa o el objeto ilícitos son distintos a los vicios del consentimiento.

VII. REFLEXIÓN FINAL A MODO DE CONCLUSIÓN

A lo largo de este comentario hemos tratado explicar cómo, a partir de los hechos probados, la aplicación jurídica de los requisitos legales del dolo encuentra bastantes debilidades en la Sentencia. De este modo, a nuestro juicio, se realiza una interpretación demasiado forzada (o si se quiere, muy amplia) de la concurrencia del dolo, lo

⁽⁵⁰⁾ Vid., por ejemplo, el comentario al artículo 1306 CC de Xavier O'CALLAGHAN en *Código Civil comentado y con Jurisprudencia*, Ed. La Ley, 3.^ª ed., 2001, que manifiesta que el supuesto del artículo «no es un tema de anulabilidad, sino de inexistencia el contrato o, en su caso, de nulidad».

que parece ir en contra de la jurisprudencia del Tribunal Supremo aplicable en la materia⁽⁵¹⁾.

Esta misma situación se produce en otras muchas resoluciones judiciales, sobre todo relativas al error, al ser el vicio cuya estimación es más frecuente⁽⁵²⁾. Algunos tribunales sistemática y reiteradamente declaran la nulidad de estos contratos con una fundamentación «tipo»⁽⁵³⁾, sin efectuar la necesaria valoración de la prueba practicada y las peculiaridades del caso⁽⁵⁴⁾.

En nuestra opinión, los problemas planteados en este tipo de asuntos deben resolverse con una aplicación rigurosa de las categorías generales de validez y eficacia de los contratos. Tras una adecuada valoración probatoria deberá determinarse si esos hechos probados tienen o no encaje en la nulidad. Nótese que —ante una situación económica perjudicial motivada por el descenso del Euríbor— la finalidad de las demandas es eliminar del Ordenamiento Jurídico una relación contractual que, en principio, debe presumirse válida y eficaz (y no lo contrario). Los contratos tienen fuerza de ley entre las partes y, como recuerda DÍEZ PICAZO, «lo normal es estar a lo pactado, con todas sus consecuencias favorables o desfavorables y no utilizar la figura

(51) Por todas, la Sentencia de 6 de febrero de 1998 (núm. 67/1998) estima que «ha de señalarse que, como establece la Sentencia de 30 mayo 1991, la apreciación del error sustancial en los contratos ha de hacerse con criterio restrictivo cuando de ello dependa la existencia del negocio; apreciación que tiene un sentido excepcional muy acusado (Sentencias de 8 mayo 1962 y 14 mayo 1968, antecedentes y seguidas por otras en el mismo sentido); ya que el error implica un vicio del consentimiento y no una falta de él». Asimismo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de abril de 2004 recuerda que «la voluntad se presume libre, consciente y espontáneamente manifestada, representando una presunción *iuris tantum* de la validez del contrato».

(52) A nuestro juicio, muchas sentencias trivializan e inaplican la doctrina jurisprudencial en materia del error cuando estamos ante contratos de permuta de tipos de interés. La regla general es la validez de los contratos y los vicios del consentimiento, como el error, deben ser apreciados de modo restrictivo. El Tribunal Supremo, en desarrollo de los artículos 1265 y 1266 CC, tiene reiteradamente declarado que el error debe ser (i) esencial; esto es, debe afectar a la esencia, sustancia u objeto del contrato; (ii) debe existir un nexo causal entre el error alegado y la suscripción del contrato, en la medida que sin ese error el contrato no se habría suscrito; y (iii) debe tratarse de un error excusable o vencible. No debe ser imputable a la falta de diligencia de quien sufrió el error. Pues bien, frente a la clara doctrina jurisprudencial, estamos contemplando múltiples resoluciones judiciales que declaran la nulidad por error, prescindiendo del concreto error alegado por los demandantes, teniendo en cuenta errores sobre aspectos ajenos a la esencia del contrato u obviando que el error que se alega puede ser salvado empleando un mínimo de diligencia (generalmente, leyendo la documentación contractual). La seguridad jurídica debe ser la guía de actuación de los jueces y tribunales y la legítima aspiración de alcanzar la «justicia material», no lo puede ser a costa de infringir el Derecho y la jurisprudencia aplicables.

(53) Basta consultar los repertorios jurisprudenciales y comprobar cómo algunos juzgados y tribunales repiten los fundamentos de la nulidad, copiadas unas sentencias de otras.

(54) Como hemos explicado, la gran mayoría de las demandas alegan la concurrencia de vicios del consentimiento. Esta circunstancia exige enfrentarse a un problema fáctico consistente en valorar aspectos como la información precontractual y contractual suministrada, la experiencia previa en la contratación de este producto, la actitud del demandante durante la ejecución del contrato, su perfil o experiencia financiera, etc. Estamos ante un tipo de pleito muy casuístico.

del error para lograr una desvinculación del contrato. Cada contratante debe soportar las consecuencias de las equivocaciones que haya podido padecer»⁽⁵⁵⁾.

El Tribunal Supremo, a través de la función nomofiláctica del recurso de casación, está llamado a desempeñar un importante papel en la materia. Este Tribunal ha sentado doctrina⁽⁵⁶⁾ sobre el acceso a casación de las demandas de nulidad de los Swaps por vicio del consentimiento. Para su acceso a casación, debe atenderse al «precio de los contratos», que el Tribunal Supremo identifica con su valor nominal o nocional⁽⁵⁷⁾. La Ley 37/2011, de 10 de octubre, de Medidas de Agilización Procesal, que entró en vigor el pasado 31 de octubre de 2011, ha modificado recientemente el régimen de acceso a casación. Al margen de la interpretación que se consolide acerca de la cuantía aplicable a este tipo de procedimientos lo cierto es que, en todo caso, se permitirá acceder a casación a cualquier asunto de cuantía inferior a 600.000 euros que presente interés casacional⁽⁵⁸⁾.

⁽⁵⁵⁾ *Op. cit.*, 6.ª ed., p. 209.

⁽⁵⁶⁾ Tras una fase de ciertas resoluciones contradictorias, podemos decir que a partir del Auto, estimatorio de un recurso de queja, de 18 de enero de 2011 (recurso núm. 510/2010), ponente Excmo. Sr. Juan Antonio Xiol Ríos, el Tribunal Supremo sienta el criterio de que, cuando se alegue la nulidad por vicio del consentimiento, habrá de atenderse a la cuantía, que será el precio del contrato (su valor nominal), no la del daño sufrido o la reclamación planteada. Vid. también Daniel RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA en «La cuantía de los pleitos de swaps (a propósito de los Autos de la Sala 1.ª del Tribunal Supremo de 15 de junio y de 7 de septiembre de 2010)», en *Diario La Ley*, núm. 7549, 18 de enero de 2011.

⁽⁵⁷⁾ Es cierto que, en algunas resoluciones posteriores recientes, el Tribunal Supremo prescinde expresamente del valor nominal de los contratos y atiende a la cuantía señalada en la demanda (Auto de 6 de septiembre de 2011 resolutorio del recurso de queja n.º 316/2011).

⁽⁵⁸⁾ De conformidad con el nuevo artículo 477.2 LEC: «Serán recurribles en casación las sentencias dictadas en segunda instancia por las Audiencias Provinciales, en los siguientes casos: 1.º Cuando se dictaran para la tutela judicial civil de derechos fundamentales, excepto los que reconoce el artículo 24 de la Constitución. 2.º Siempre que la cuantía del proceso excediere de 600.000 euros. 3.º Cuando la cuantía del proceso no excediere de 600.000 euros o este se haya tramitado por razón de la materia, siempre que, en ambos casos, la resolución del recurso presente interés casacional». La vía más previsible de acceso por interés casacional (artículo 477.3 LEC) será por existencia de jurisprudencia contradictoria de audiencias provinciales o por aplicación de normas que lleven menos de cinco años en vigor (piénsese, al respecto, en la eventual aplicación de la normativa relativa a las obligaciones de información recogida en el artículo 79 bis LMV, tras su reforma operada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre).

EJECUCIÓN HIPOTECARIA Y DACIÓN EN PAGO

*(A propósito del Auto de la Audiencia Provincial de Navarra
de 17 de diciembre de 2010)*

MARIANO HERNÁNDEZ ARRANZ

*Doctor en Derecho Europeo. Universidad de Bolonia
Profesor Titular de Derecho Civil. Universidad de Murcia*

RESUMEN

El trabajo realiza un estudio de la corrección jurídica de la resolución judicial de fecha 17 de diciembre de 2010 que puso fin al proceso hipotecario. La resolución impidió al acreedor hipotecario continuar el proceso de ejecución contra otros bienes del deudor. El tribunal consideró que la deuda se había extinguido. Se analizan y critican las opiniones del tribunal por las que se alcanza la solución definitiva. Se estudian otras posibilidades jurídicas. De acuerdo con la normativa vigente, se propone una nueva interpretación jurídica para alcanzar, en ocasiones, el mismo resultado, sin que la ejecución hipotecaria suponga la extinción automática de la deuda.

Palabras clave: *Ejecución de hipoteca, tutela del consumidor, responsabilidad del acreedor hipotecario, préstamo hipotecario, abuso de derecho.*

ABSTRACT

This paper analyzes the legal propriety of the judicial decision, dated December 17, 2010, that ended the foreclosure. The judicial resolution prevented the mortgagee continue the execution against the debtor's assets. The court held that the debt had been extinguished. We analyze and criticize the case opinions. We study other arguments in favour of a similar solution. According to the rules, we propose a new legal interpretation to reach similar results: foreclosure, not necessarily, extinguish the debt

Key words: *Foreclosure, consumer protection, mortgagee liability, mortgage loan, abuse of right.*

**AUTO DE LA AUDIENCIA PROVINCIAL DE NAVARRA
DE 17 DE DICIEMBRE DE 2010**

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Primero.—Se aceptan los del auto apelado.

Segundo.—Con fecha 1 de noviembre de 2009, el referido Juzgado de Primera Instancia e Instrucción n.º 2 de Estella/Lizarra dictó resolución en los autos de Ejecución de títulos judiciales n.º 1071/2008 cuya parte dispositiva, literalmente, dice: «No ha lugar a la continuación del procedimiento de ejecución por las cantidades que la parte ejecutante solicita en su escrito de fecha 16 de Octubre de 2009, dejando la vía de ejecución por las cantidades que en su día puedan resultar de la Tasación de Costas y Liquidación de intereses que se practiquen».

Tercero.—Notificada dicha resolución, fue apelada en tiempo y forma por la representación procesal del demandante, BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA.

Cuarto.—Admitida dicha apelación en ambos efectos y remitidos los autos, previo reparto, correspondieron a esta Sección Segunda de la Audiencia Provincial de Navarra en donde se formó el Rollo de Apelación Civil núm. 74/2010, señalándose el día 15 de diciembre para su deliberación, habiéndose observado las prescripciones legales.

II. FUNDAMENTOS DE DERECHO

Primero.—SE ACEPTAN los fundamentos de derecho de la resolución recurrida, salvo en lo que se opongan a los de la presente resolución.

Segundo.—Por el Juzgado de Primera Instancia e Instrucción núm. 2 de Estella/Lizarra, en autos de ejecución hipotecaria 1071/2008, se dictó Auto de fecha 13 de noviembre de 2009, con la siguiente parte dispositiva:

«No ha lugar a la continuación del procedimiento de ejecución por las cantidades que la parte ejecutante solicita en su escrito de fecha 16 de Octubre de 2009, dejando la vía de ejecución por las cantidades que en su día puedan

resultar de la Tasación de Costas y Liquidación de Intereses que se practiquen».

Frente a dicha resolución se interpone por el procurador D. PEDRO BARNO URDAIN, en nombre y representación del «BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA S.A.», recurso de apelación, con base en los motivos que estimó oportunos y con el suplico de que se dicte sentencia (sic) por la que, estimando el recurso de apelación, deje sin efecto el citado Auto y en consecuencia acuerde la continuación de la ejecución conforme a lo solicitado en nuestro escrito de 14 de octubre de 2009.

Tercero.—El examen de las actuaciones llevan a la Sala, no obstante las alegaciones vertidas en el recurso formulado y que ahora examinamos, a confirmar el Auto recurrido, por entender que es ajustado a derecho. A este respecto cabe hacer las siguientes consideraciones:

a) La presente litis tiene su origen en la demanda ejecutiva formulada por el BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A., frente D. José y D.ª Luisa, ejercitando las acciones derivadas del préstamo hipotecario suscrito entre las partes, en la que el citado banco ostenta la condición de prestamista y los demandados la de prestatarios.

b) Concedido el correspondiente préstamo con garantía hipotecaria por importe de 59.390 €, ampliado el 26 de marzo de 2007 en 11.865,39 €, y ante el impago de las cuotas pactadas, el banco ejecutante da por resuelto el contrato y solicita su ejecución, pidiendo se saque a subasta la finca hipotecada.

c) Habiendo sido desierta la subasta interesado se dictara auto de adjudicación a favor del banco ejecutante, con facultad de ceder el remate a tercero, lo que finalmente manifestó no tener intención de ejercitar, por lo que la finca se le adjudica al citado banco, por el importe de 42.895 €. A tal efecto se dictó Auto de 24 de septiembre de 2009 de adjudicación.

d) Mediante el correspondiente escrito el banco ejecutante solicita se prosiga la ejecución por la cantidad no cubierta por la subasta,

por importe de 28.129,52 € de principal, más 8.438,86 € calculados para intereses, costas y gastos.

Dicha petición es denegada por Auto de fecha 13 de noviembre de 2009, que no da a lugar a continuar la ejecución salvo para costas y liquidación de intereses. El citado Auto es el objeto del presente recurso de apelación que examinamos.

Cuarto.—La parte recurrente viene a desarrollar su pretensión de que se revoque el Auto recurrido y que en consecuencia se continúe la ejecución por la cantidad restante que se le adeuda, sobre la base de que el ejercicio de esta petición no constituye un abuso de derecho, rechazando así la alegación de la juzgadora de instancia y por otra parte por considerar que, pese a las consideraciones que hace la juzgadora de instancia en el Auto recurrido, lo cierto es que la subasta en su día celebrada y por la que se adjudicó la finca objeto de garantía del préstamo concedido, no cubría la deuda reclamada.

a) En relación con la primera consideración, esto es, la relativa al abuso de derecho, ciertamente podemos considerar, desde el punto de vista formal y de estricto ejercicio del derecho, que no estaríamos ante un abuso de derecho, dado que en definitiva la ley procesal permite a la parte ejecutante solicitar lo que solicita, esto es, que se continúe la ejecución respecto de otros bienes del ejecutado, dado que con los objeto de realización mediante la subasta no han sido suficientes para cubrir la deuda reclamada,

b) La segunda parte o línea argumental del recurso vendría dada porque el bien ejecutado en subasta no es suficiente para cubrir la deuda reclamada, de manera que habiendo sido subastado, el valor obtenido es de 42.895 €, ahora bien la afirmación de la parte recurrente de que la finca en sí tiene un valor real que es inferior a la deuda reclamada, debe contrastarse con la propia valoración que se hace en la escritura de préstamo con garantía hipotecaria, que formalizaron las partes y singularmente por lo que supone un acto propio, del propio banco cuando, con arreglo a las cláusulas séptima, novena bis y décima, siendo el objeto y finalidad del préstamo la adquisición

de la finca finalmente subastada, y a los efectos de su valor en subasta, se fijó la cantidad 75.900 €.

Es decir, el propio banco en la escritura de préstamo con garantía hipotecaria y en relación con la finca que es objeto de subasta y que se ha adjudicado materialmente la citada entidad bancaria, la valoraba en una cantidad que era superior al principal del préstamo, que recordemos era de 71.225,79 €.

Siendo ello así, es atendible las razones por las cuales la juzgadora de instancia no considera oportuno en este caso continuar la ejecución, por entender que el valor de la finca, no obstante el resultado de la subasta, es suficiente para cubrir el principal de la deuda reclamada e incluso encontrándose por encima de dicho principal, siendo circunstancial el que la subasta, al haber resultado desierta, tan sólo sea adjudicada en la cantidad de 42.895 €, pero lo cierto es que, como señala el Auto recurrido, el banco se adjudica una finca, que él mismo valoraba en una cantidad superior a la cantidad adeudada por el préstamo concedido, a salvo el tema de intereses y costas.

La argumentación de que el valor real de la finca al tiempo en que se le adjudica es inferior, vendría dado o apoyado en una eventual nueva tasación, que aportó con el escrito de recurso siendo desestimada su aportación por Auto de la Sala de fecha 6 de septiembre de 2010, al que nos remitimos y cuyas razones para rechazar dicho documento damos por reproducidas. Como consecuencia de dicho Auto, que no fue recurrido y por lo tanto es firme, lo cierto es que no consta en las actuaciones otro valor de tasación de la finca, que no sea el que consta en la escritura de préstamo con garantía hipotecaria.

Consecuentemente con lo anterior, la Sala considera correctas las consideraciones que hace la juzgadora de instancia para entender que en el caso presente, la adjudicación material de la finca al banco ejecutante, cubre más del principal reclamado, por lo que la ejecución únicamente cabrá continuar respecto de las costas y de la liquidación de intereses.

c) Cabe además hacer una pequeña consideración, que podríamos unir con lo ya señalado en relación con el abuso de derecho, en el sentido de que si bien formalmente cabría entender que la actuación del banco se ajusta a la

literalidad de la ley y que efectivamente tiene derecho a solicitar lo que ha solicitado, por lo que cabría entender que no existiría el abuso de derecho que se le imputa, pero ello no obstante no deja de plantearnos una reflexión, cuando menos moralmente intranquilizante, relativa a la razón por la que la parte apelante impugna el Auto recurrido, por considerar que en realidad el valor de la finca subastada y adjudicada materialmente al banco, hoy por hoy, tiene un valor real inferior al que en su día se fijó como precio de tasación a efectos de subasta. Y decimos esto, porque la base de la manifestación de que la finca subastada tiene hoy por hoy un valor real inferior, se base en alegaciones como que la realidad del mercado actual ha dado lugar a que no tuviera la finca el valor que en su momento se le adjudicó como tasación, disminución importante del valor que une a la actual crisis económica, que sufre no sólo este país sino buena parte del entorno mundial con el que nos relacionamos. Y siendo esto así y en definitiva real la importantísima crisis económica, que ha llegado incluso a que la finca que en su día tasó en una determinada cantidad, hoy en día pudiera estar valorada en menos, no podemos desconocer que ello tiene también en su origen una causa precisa y que no es otra, y no lo dice esta Sala, sino que ha sido manifestado por el Presidente del Gobierno Español, por los distintos líderes políticos de este país, por expertos en economía y por líderes mundiales, empezando por el propio Presidente de Estados Unidos, que la mala gestión del sistema financiero del que resultan protagonistas las entidades bancarias, recuérdense las «hipotecas basuras» del sistema financiero norteamericano.

No queremos decir con esto que el BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA sea el causante de la crisis económica, pero sí no puede desconocer su condición de entidad bancaria y por lo tanto integrante del sistema financiero, que en su conjunto y por la mala gestión de las entidades financieras que sean, en definitiva bancos y otras entidades crediticias y de naturaleza financiera, han desembocado en una crisis económica sin precedentes desde la gran depresión de 1929.

El artículo 3 del Código Civil, en apartado 1, señala que las normas se interpretarán según la realidad del tiempo en que han de ser

aplicadas, atendiendo fundamentalmente al espíritu y finalidad de aquéllas, y ello nos obliga a hacer la presente reflexión, en el sentido de que, no constituirá un abuso de derecho, pero moralmente es rechazable que se alegue para intentar continuar la ejecución la pérdida de valor de la finca que servía de garantía al préstamo, que no se hubiera concedido si no hubiera tenido un valor suficiente para garantizar el préstamo concedido, que fue fijado por la entidad bancaria ahora ejecutante, o cuando menos aceptado, siendo que dicha pérdida de valor es directamente achacable a la crisis económica, fruto de la mala praxis del sistema financiero, que repetimos, aun cuando no quepa atribuirle directa y especialmente al BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, sí que no deja de ser una realidad que forma parte de los protagonistas de dicho sistema financiero, y de ahí que resulte especialmente doloroso, que la alegación que justifica su pretensión, esté basada en unas circunstancias que esencialmente y como vulgarmente se dice, ha suscitado una gran sensibilidad y levantado «ampollas».

A la razón expuesta de la falta de acreditación del valor real de la finca, en cuanto a que sea inferior a la que fue fijada en su momento, cabe añadir que la adjudicación de la finca materialmente al banco, habida cuenta la tasación que en su día se aceptó por el banco ejecutante, determina que consideremos ajustada a derecho la resolución de la Magistrada-Jueza de Primera Instancia y ello a los efectos de entender que con su adjudicación el principal y algo más ha sido cubierto con dicho bien, de manera que tan sólo con respecto a las costas y liquidación de intereses restantes deberá continuar la ejecución, en cuanto que es lo que establece el Auto recurrido que no ha sido objeto de impugnación.

Por todo lo expuesto procede desestimar el recurso de apelación formulado y confirmar el Auto recurrido.

Cuarto.—Dada la desestimación del recurso, de conformidad con lo dispuesto en el art. 398 de la LEC, procede imponer a la parte apelante las costas que hayan podido causarse en esta segunda instancia.

Vistos los artículos citados y demás de general y pertinente aplicación.

III. PARTE DISPOSITIVA

LA SALA ACUERDA: DESESTIMAR el recurso de apelación interpuesto por el Procurador D. PEDRO BARNO URDAIN, en nombre y representación de BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARA, S.A., frente al Au-

to de fecha 13 de noviembre de 2009, dictado por la Ilma. Magistrada-Jueza de Primera Instancia e Instrucción núm. 2 de Estella/Lizarrá, en autos de Ejecución hipotecaria núm. 1071/2008, y en consecuencia CONFIRMAR la citada resolución, con imposición de las costas de esta instancia a la parte apelante.

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. EJECUCIÓN HIPOTECARIA Y RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL UNIVERSAL.
 - III. LA CONTINUACIÓN DEL PROCESO DE EJECUCIÓN: ARGUMENTOS PARA UNA NEGATIVA.
 - 1. Abuso de derecho.
 - 2. La cláusula *rebus sic stantibus*.
 - 3. Contratos de préstamo y protección de consumidores.
 - IV. ADJUDICACIÓN POR EL ACREEDOR DEL BIEN HIPOTECADO: UN PROBLEMA DE VALORACIÓN.
 - V. LOS MECANISMOS DE LA LEY DE ENJUICIAMIENTO INTERPRETADOS A LA LUZ DE LAS CONSIDERACIONES ANTERIORES.
-

I. INTRODUCCIÓN ⁽¹⁾

Con fecha 17 de diciembre se dictó Auto por la Audiencia Provincial de Navarra (Sección 2.^a) por el que se denegaba la solicitud de continuación de la ejecución

⁽¹⁾ *El presente trabajo fue entregado para su publicación con fecha 1 de mayo de 2011 por lo que no han podido introducirse las modificaciones legislativas posteriores y, concretamente, las que se refieren a la regulación de la subasta de inmuebles en la Ley de Enjuiciamiento Civil, modificadas por RD Ley 8/2011, de 1 de julio. En cualquier caso, se trata de un trabajo que pretende comentar una resolución judicial utilizando idénticos medios legales que los que tuvo a su disposición el Tribunal al dictar el Fallo.*

instada por el acreedor hipotecario, quien se había adjudicado la finca gravada por un importe inferior al total de la deuda. Se trata de una resolución que ha sido extraordinariamente criticada, fundamentalmente, por los efectos que pudiera tener sobre el sistema hipotecario en particular y crediticio en general⁽²⁾.

Con independencia de que, en nuestra opinión, la línea de decisión marcada por la resolución diste mucho de poder ser acogida con carácter general en la jurisprudencia, se trata de la apertura de una vía de resultados todavía impredecibles. Con posterioridad a la resolución de la Audiencia de Navarra ha habido otras en sentido contrario en todos y cada uno de los tribunales españoles. La propia Audiencia Provincial (Sección 3.ª) en su Auto de fecha 28 de enero de 2011 llegaba a conclusiones opuestas, en la línea tradicional de nuestra jurisprudencia.

Tras unos primeros análisis, enfocados la mayoría desde ópticas de justicia material o de análisis económico del Derecho⁽³⁾, procede un análisis jurídico de la cuestión en busca de una perspectiva distinta. Se trata de comprobar la calidad técnica del Auto de la Audiencia Provincial de Navarra, la posibilidad de que sus argumentos tuvieran cabida, desde una perspectiva estricta de interpretación de las normas, en la regulación legal actual y, en definitiva, ver qué opciones tienen los tribunales para resolver el aluvión de peticiones que van a recibir intentando aplicar la doctrina marcada por el Auto de fecha 17 de diciembre de 2010.

No obstante, a pesar de lo que pudiera parecer, no se trata de una cuestión nueva, el Tribunal Supremo ya ha tenido ocasión de pronunciarse en varias ocasiones sobre el mismo tema, aunque siempre había resuelto el conflicto de manera favorable al acreedor hipotecario. El argumento utilizado por el ejecutado, el enriquecimiento injusto, ha sido sistemáticamente rechazado por la jurisprudencia atendiendo al valor de los pactos libremente asumidos que impiden la entrada en juego de dicha doctrina⁽⁴⁾.

II. EJECUCIÓN HIPOTECARIA Y RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL UNIVERSAL

Las primeras interpretaciones del Auto citado anteriormente sostienen que la decisión tomada implica acabar con el principio de responsabilidad patrimonial uni-

(2) MARTÍN PASTOR, J., «Posibilidades del acreedor hipotecario cuando, subastado el bien hipotecado, su producto resulta insuficiente para cubrir el crédito (a propósito del Auto de la Audiencia Provincial de Navarra, Sección 2.ª, 111/2010, de 17 de diciembre)». En *Diario La Ley*, 16 de marzo de 2011, pp. 1 y ss.

(3) LLOVERAS, M., «Encrucijada hipotecaria», en *Abogares* (<www.abogares.com>), *Indret*, 15 de febrero de 2011.

(4) *Vid.* artículo sobre la cuestión: GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Valoración del inmueble en la ejecución hipotecaria». En *Libro Homenaje al Profesor Manuel Albaladejo García*. Murcia, 2004, pp. 2149 y ss.

versal consagrado en el artículo 1911 del Código Civil⁽⁵⁾. No obstante, el efecto de la decisión judicial seguramente diste de tener consecuencias tan graves para el acreedor y tan beneficiosas para el deudor. La parte dispositiva del Auto del juzgado, confirmado por la Audiencia Provincial, no contiene una declaración de extinción de la deuda⁽⁶⁾. Sin embargo, ésta podría deducirse de lo dispuesto en el artículo 579 LEC *a sensu contrario*: si dicho artículo permite seguir la ejecución por el sobrante y el juzgado la deniega, habrá de concluirse que se considera extinguida la deuda a través de la ejecución hipotecaria. Debemos dilucidar si una negativa a continuar la ejecución, considerando que no hay motivos para ello, implica de manera automática la extinción de la deuda, máxime cuando en el auto de aprobación del remate no se haya mencionado que el mismo produce tal efecto o, como sería más aconsejable desde un punto de vista técnico, se resuelve que la adjudicación del bien debe ser por el importe de la deuda restante⁽⁷⁾.

Los argumentos del Auto de la Audiencia Provincial de Navarra inciden fundamentalmente en la cuestión de la valoración del bien para considerar extinguida la deuda. Dicha valoración no se planteó en el momento de aprobar el remate, la Audiencia Provincial pone de manifiesto en su Auto que el remate fue aprobado por una cantidad muy inferior a la tasación⁽⁸⁾.

Debemos plantearnos, ya que así se ha puesto de manifiesto por la doctrina que afirma que cabe la posibilidad de que se declare la nulidad del auto en la medida en que la adjudicación se realizó por una cantidad y el acreedor no fue advertido de que se procedía a cancelar la deuda⁽⁹⁾, si el juez de instancia no debió rechazar la adjudicación del bien por la cantidad solicitada por el acreedor ejecutante, a fin de que éste supiera que debía adjudicarse el bien por el total de la deuda en el momento de decidir sobre dicha adjudicación. La conclusión parece evidente, el acreedor pide la adjudicación y manifiesta el valor de la misma, en ese momento el juez debió rechazar la valoración e indicar que solamente admitiría dicha adjudicación si se hacía por el total de la deuda, quedando en último término al acreedor la posibilidad de aceptar la adjudicación o rechazarla con base en el artículo 671 LEC⁽¹⁰⁾.

(5) VERDÚ VILELA, J., «¿Dación en pago y cancelación de hipoteca? Comentario de urgencia al Auto num. 111/2010, de 17 de diciembre de 2010, dictado por la Sección 2.ª de la Audiencia Provincial de Navarra». En *Diario La Ley*, 28 de enero de 2011, pp. 1 y ss.

(6) «No ha lugar a la continuación del procedimiento de ejecución por las cantidades que la parte ejecutante solicita en su escrito de fecha 16 de Octubre de 2009, dejando la vía de ejecución por las cantidades que en su día puedan resultar de la Tasación de Costas y Liquidación de intereses que se practiquen».

(7) MARTÍN PASTOR, J., «Posibilidades del acreedor hipotecario...», *op. cit.*, p. 3.

(8) La cantidad fijada en escritura a efectos de ejecución hipotecaria ascendía a 75.900 euros.

(9) VERDÚ VILELA, J., «¿Dación en pago y cancelación...», *op. cit.*, p. 2.

(10) La polémica sobre si la adjudicación en pago procesal es una figura equiparable a la dación en pago se ha planteado con cierta frecuencia en la doctrina. PÉREZ GARCÍA, M., «La realización del valor de los bienes en los procesos de ejecución y su problemática en el derecho español (reflexiones a propósito del auto de la Audiencia Provincial de Navarra de 17 de diciembre de 2010)». En *Diario La Ley*, 16 de marzo de 2011, p. 10.

Parece claro que si el auto que aprueba el remate contiene una valoración determinada del bien ejecutado y adjudicado al acreedor, la deuda quedará extinguida por la cantidad correspondiente. La fijación de una cantidad distinta, la que estableció el acreedor al solicitar la adjudicación, sin mención alguna al resto de la deuda, debería tener como consecuencia la posibilidad de continuar el proceso, cosa que no se ha producido en el caso que estamos examinando, puesto que se denegó seguir la ejecución por el resto de la deuda. Se plantea si la resolución judicial produce efectos de extinción de la deuda o un mero efecto procesal de finalización del proceso de ejecución. En buena lógica deberíamos considerar razonable la primera afirmación si así se desprendiera de la valoración dada a la adjudicación, no siendo así, no resultando de la valoración del auto de remate una extinción de la deuda, no podemos menos que afirmar que la negativa a continuar la ejecución es una decisión contraria a lo previsto legalmente, que producirá sus efectos conforme a normas procesales que resultan inevitables, pero que no podrá producir un efecto sustantivo sobre una deuda que no ha podido extinguirse mediante la adjudicación del bien por un valor inferior al de tasación⁽¹¹⁾.

La denegación de la solicitud de continuar el proceso de ejecución no produce más efecto que el procesal, sin que exista óbice para que el acreedor pueda plantear una nueva reclamación por la diferencia de deuda que quedó fijada en el auto firme de aprobación de remate. El resto de la deuda debería haberse podido reclamar a través de la propia ejecución hipotecaria, no siendo así, no cabe dar a una cuestión procesal más efecto que el que le es propio y consustancial, no pudiendo producir la extinción automática de una deuda que se mantiene conforme a normas generales y, en concreto, por aplicación del artículo 1911 del Código Civil.

III. LA CONTINUACIÓN DEL PROCESO DE EJECUCIÓN: ARGUMENTOS PARA UNA NEGATIVA

En el Auto de la Audiencia Provincial de Navarra que comentamos se desgranar varios argumentos a favor de la negativa a continuar con la ejecución hipotecaria en cuyo marco se desarrolla la actividad procesal. Dichos argumentos tienen como referencia las alegaciones formuladas por la entidad financiera en el recurso que da lugar a la resolución de la Audiencia, por lo que, de alguna forma, se encuentran condicionados por aquéllas. En el recurso se planteaban dos cuestiones distintas: por un lado la discusión sobre si se trata de un problema de abuso de derecho, tal como afirmaba el juzgador de instancia; por otro, la cuestión se centraba en la valoración real de la finca y su relación con el importe total de la deuda. El argumento principal utilizado por el

(11) Desde el principio de responsabilidad patrimonial universal (art. 1911 CC) que habla de bienes presentes y futuros hasta la regulación de la Ley de Enjuiciamiento Civil, artículo 570 LEC, que dispone la finalización de la ejecución cuando completamente se haya satisfecho al acreedor, o el artículo 579 LEC en el procedimiento hipotecario, solamente a través de una adjudicación de bienes valorada de forma que alcance o supere el importe de la deuda podrá considerarse ésta extinguida por pago (artículo 1156 CC). MARTÍN PASTOR, J., «Posibilidades del acreedor hipotecario...», *op. cit.*, p. 2.

acreedor vendría a significar lo siguiente: la entidad financiera se adjudica el bien por su valor real, que es inferior a la deuda, por lo que el resto del crédito debería mantenerse vivo. Dicho argumento no es más que la aplicación directa del principio de responsabilidad patrimonial universal consagrado en el artículo 1911 del Código Civil, si bien, como ya hemos advertido anteriormente, el problema no debe centrarse en la vigencia o no del principio, sino en los márgenes en los que puede moverse el ejecutante ante una subasta desierta⁽¹²⁾.

1. Abuso de derecho⁽¹³⁾

El Auto de la Audiencia Provincial rechaza de plano la posibilidad de considerar que nos hallamos ante un caso de abuso de derecho con el único argumento siguiente: «no estaríamos ante un abuso de derecho, dado que en definitiva la ley procesal permite a la parte ejecutante solicitar lo que solicita»⁽¹⁴⁾. Huelga insistir en este punto en lo desacertado de la afirmación anterior: el abuso de derecho es una figura que nace precisamente para evitar que puedan producirse efectos no queridos por el ordenamiento, pero formalmente amparados por la ley⁽¹⁵⁾. Si la Ley de Enjuiciamiento Civil no permitiera continuar por el resto de la deuda, nos encontraríamos simplemente ante una solicitud, la de continuación, ilegal, y en consecuencia, de fácil solución. El problema se produce cuando, al amparo de una norma, alguien aprovecha las facultades que el ordenamiento proporciona para producir un efecto perjudicial para tercero que constituye un ejercicio antisocial, y por tanto antijurídico, de los poderes que la ley concede⁽¹⁶⁾.

La Ley de Enjuiciamiento Civil concede la posibilidad de seguir la ejecución por la deuda restante, no cubierta por la ejecución iniciada sobre el patrimonio del deudor. Si restare deuda que cubrir, difícilmente podríamos negar que se continuara la ejecu-

(12) GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Valoración del inmueble...», *op. cit.*, p. 2.163.

(13) Según se desprende del Auto que comentamos, el principal argumento utilizado por el juzgador de instancia para denegar la ejecución solicitada se basa en la doctrina del abuso de derecho. La Audiencia Provincial, ante la argumentación de la recurrente, desecha tal línea de decisión y se centra en cuestiones distintas, afirmando con rotundidad que no nos hallamos ante un verdadero problema de abuso de derecho.

(14) Con independencia de que más adelante podamos comprobar cómo la mayoría de los argumentos esgrimidos por el Auto a favor de la confirmación de la resolución de instancia son argumentos que inciden en la línea del abuso de derecho como ejercicio antisocial del mismo con perjuicio para tercero, llama la atención una afirmación a la vez tan rotunda y tan errónea desde un punto de vista jurídico.

(15) JORDANO BAREA, J., «Dictamen sobre abuso de derecho y fraude de Ley». *Anuario de Derecho Civil*, 1960, pp. 959 y ss. El autor extracta la Sentencia del Tribunal Supremo de 22 de septiembre de 1959 y dice que «Un acto cumplido conforme a un derecho subjetivo determinado puede hallarse en conflicto con el Derecho objetivo, con la “juridicidad”, siendo ese conflicto el que los romanos ya habían percibido y tradujeron con la conocida máxima *summum ius, summa iniuria*».

(16) CERRILLO QUÍLEZ, F., *El abuso de derecho*. Barcelona, 1960, p. 13.

ción. Si existe deuda puede reclamarse, si puede reclamarse debería poder hacerse por la vía establecida legalmente, esto es, por economía procesal y de gasto, el propio proceso de ejecución. El problema es que el Auto considera que no queda deuda pendiente, que la adjudicación del bien produjo la extinción completa de la deuda hipotecaria y ese es el motivo por el que no cabe seguir adelante con la ejecución.

No obstante, la Ley de Enjuiciamiento Civil también permite, artículos 670 y 671, que el acreedor decida si desea adjudicarse el bien, así como proponer la cuantía por la que pretende la adjudicación. Las opciones serán distintas en función de que haya habido o no otros postores. La adjudicación planteada en la resolución que comentamos es la prevista en el artículo 671 LEC, referido a la subasta sin ningún postor. Las posibilidades del acreedor son tres: adjudicarse el bien por una cantidad igual al 50% del valor de tasación, por una cantidad superior fijada en la solicitud, o por las cantidades adeudadas por todos los conceptos⁽¹⁷⁾. Vemos que el juzgador ha convertido lo que es un beneficio para el acreedor y una mera posibilidad en una obligación si decidiera adjudicarse el bien, y sin que se le haya advertido de las consecuencias de la adjudicación, pues se le permitió solicitar ésta por cantidad inferior y así fue aprobada.

Como ya hemos advertido, si bien la resolución que comentamos niega de manera tajante que nos hallemos ante un caso en el que se discuta una posible situación de abuso de derecho, los argumentos que se contienen a favor de la negativa a continuar la ejecución van en la línea de justificar el cumplimiento de los requisitos que le son propios.

El primero de ellos hace referencia a la «intranquilidad moral» que causan las manifestaciones de la parte recurrente, la entidad bancaria, cuando sostiene que el valor real de la finca es netamente inferior al que se fijó como valor de tasación en la escritura de constitución del préstamo hipotecario. Resumiendo el contenido del Auto, la entidad bancaria es en parte causante de la crisis económica que ha dado lugar a la pérdida de valor del bien hipotecado. Por tales motivos, es decir, si alguien ha sido responsable de una situación de pérdida patrimonial de aquél con quien contrató, no puede aprovecharse ahora de ello obteniendo un enriquecimiento adicional.

Seguramente, las manifestaciones del Tribunal nos puedan parecer poco rigurosas o incluso simplistas. La referencia a las hipotecas basura o a los líderes mundiales sin duda lo son. Ahora bien, abstraídos de las consideraciones generales y centrados exclusivamente en el caso que dio lugar a la resolución que comentamos, la valoración a efectos de tasación y concesión del principal del préstamo constituye un factor importante que determinará el devenir de la relación crediticia. Las normas que regu-

(17) Debemos suponer, en la lógica de la redacción de la Ley de Enjuiciamiento Civil y de la tradición procesal de nuestro país, que el artículo está concediendo un beneficio al acreedor que puede extinguir su deuda por completo sin alcanzar el 50% del valor de tasación si éste fuera superior. En este caso, si no hubiera ningún postor, ni siquiera se le concede al ejecutado expresamente la posibilidad de mejorar postura, solamente previsto para los casos en los que haya al menos un postor, aunque parece razonable la aplicación analógica del artículo 670 a los supuestos del 671 LEC.

lan la concesión⁽¹⁸⁾ de préstamos hipotecarios imponen a las entidades de crédito el deber de no conceder créditos amparados con garantía de inmuebles que superen el 80% del valor de tasación de aquéllos.

De haber cumplido la entidad acreedora con sus deberes legales, la discusión sobre el valor de tasación del bien a efectos de subasta y su diferencial con el principal de la deuda se habría reducido de manera considerable, eliminando así buena parte del problema planteado. Ahora bien, siendo ello cierto, no lo es menos que las normas reguladoras del sistema financiero y del mercado hipotecario tienen carácter meramente administrativo y de protección del sistema, mientras que las relaciones entre acreedor y deudor se mueven en el ámbito de las relaciones privadas, eso sí, entre empresario y consumidor. Por encima de los niveles marcados en el 80% del valor de tasación del bien, nos hallamos ante hipotecas que pueden considerarse de riesgo, es decir, aquellas cuya garantía real no resultará suficiente en caso de ejecución.

Desde un punto de vista estrictamente jurídico resulta, sin embargo, complejo trasladar el ámbito de responsabilidad desde el deudor al acreedor. El primero es quien solicita la cuantía del crédito, también negocia los intereses, también admite cláusulas de limitación del tipo de interés, también conoce que en caso de subasta el bien no será suficiente para responder, etc. Atendidos los criterios anteriores, la conclusión habría de ser solamente una: la imposibilidad de trasladar al acreedor un problema de responsabilidad que atañe de manera exclusiva al deudor.

La legislación de consumidores contradice de manera absoluta la afirmación anterior. Precisamente al amparo de doctrinas que se han inspirado en el abuso de derecho, la legislación que protege al consumidor está encaminada a impedir que el libre juego de la autonomía de la voluntad pueda favorecer abusos por parte de aquellos que se encuentran en una situación de superioridad respecto de la otra parte del contrato⁽¹⁹⁾. Es en dicho marco en el que debemos analizar las distintas normas que regulan cuestiones como la tratada. En la mayoría de casos, la cuestión se plantea respecto de la adquisición de la vivienda familiar, por lo que nos encontramos con situaciones en las que el acceso a un bien de primera necesidad coloca al adquirente en una posición

(18) La Circular 4/2004, de 22 de diciembre, del Banco de España establece como requisito mínimo para que puedan aplicarse las provisiones mínimas correspondientes a operaciones con garantía real sobre vivienda que el valor de tasación cubra el 80% de la deuda en el momento de realizar el cálculo.

La Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, incluye una limitación similar para que los créditos puedan, a su vez, ser puestos en circulación en el mercado hipotecario.

(19) Toda la regulación de la Ley de Crédito al Consumo, Ley 7/1995, de 23 de marzo, entre otras, se encamina a controlar que el juego de la autonomía de la voluntad pueda incidir negativamente sobre los consumidores en materias tan delicadas como la obtención de préstamos. Su Exposición de Motivos hace referencia expresa a la cuestión y dice: «La protección a los consumidores se refiere también a la ejecución de los contratos, permitiendo que el consumidor pueda oponer excepciones derivadas del contrato que ha celebrado no sólo frente al otro empresario contratante, sino frente a otros empresarios a quienes aquél hubiera cedido sus derechos o que hubieran estado vinculados con él para financiar el contrato mediante la concesión de un crédito al consumidor.

en la que difícilmente podrá entrar el libre juego de la autonomía de la voluntad como elemento definidor de la situación contractual. El consumidor que va a adquirir una vivienda se encuentra siempre en situación de clara inferioridad respecto de la entidad financiera que concede el préstamo.

No obstante, no se trata de un problema de fijación de cláusulas que puedan incidir en el equilibrio de las prestaciones. Estamos ante un problema de fijación de las condiciones esenciales del crédito en circunstancias tales que pudiera plantearse como plausible la imposibilidad de hacer frente al préstamo y, en consecuencia, que el bien hipotecado hubiera de ser ejecutado. En tal caso, si no se han tomado medidas para evitarlo, veremos como posible que el valor en subasta no alcance para cubrir siquiera el principal del crédito, abocando al consumidor a, como consecuencia de haber solicitado un crédito, ver cómo pierde su vivienda y queda endeudado de por vida, con la consiguiente posibilidad de que sean embargadas sus retribuciones salariales y otros bienes.

Si debe una entidad de crédito valorar tales cuestiones a la hora de conceder o no un crédito hipotecario es una cuestión que debe resolverse en sede legislativa. El legislador puede imponer límites a la concesión de préstamos hipotecarios por encima de cierto valor de tasación como medida de protección del consumidor y no como se encuentra regulado en la actualidad. A pesar de no disponer de una norma que establezca con claridad tales límites, el problema del abuso del consumidor como ejemplo de abuso de derecho en la fijación de los límites de la autonomía de la voluntad está resuelto en la llamada «Ley Azcárate» sobre los contratos de préstamo, de 23 de julio de 1908, parcialmente derogada, pero vigente en lo esencial y, fundamentalmente, como criterio inspirador de otras normas y de resolución de conflictos⁽²⁰⁾.

El abuso de derecho se encuentra de nuevo en la base de otro de los argumentos de la resolución recurrida. La Audiencia Provincial considera que hay que hacer una reflexión, «que no constituirá abuso de derecho, pero moralmente es rechazable», respecto de la actuación de la entidad financiera. La base de la reflexión se encuentra en la aplicación del artículo 3.1 del Código Civil, y en concreto en los llamados «elementos sociológico y teleológico» de la interpretación, esto es, la realidad social del tiempo en que las normas han de ser aplicadas, atendiendo fundamentalmente al espíritu y finalidad de aquéllas. Aplicando tales criterios, se insiste en que quien es causante de la crisis económica que ha dado lugar a la pérdida de valor del bien no

Con referencia a la extinción del contrato, se establecen normas que impiden el enriquecimiento injusto y que permiten al consumidor el reembolso anticipado del crédito. Y se sanciona el cobro de lo indebido en los créditos al consumo.

Se completa la norma con disposiciones habituales en la protección de los consumidores, como son las relativas a la invalidez de los pactos, cláusulas o condiciones contrarias a las normas de la presente Ley, a la atribución de la competencia al Juez del domicilio del consumidor y a la aplicación del cuadro sancionador contenido en la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios».

⁽²⁰⁾ OROZCO PARDO, G., «Protección de consumidores, condiciones generales y cláusulas abusivas. Varias reflexiones y un ejemplo: el sistema francés de amortización de créditos hipotecarios». *Aranzadi Civil-Mercantil* núm. 10/2002. BIB 2002\1287.

puede aprovecharse de la misma para obtener una ventaja o, al menos, no admitir que pueda ser corresponsable de la situación y asumir parte de las pérdidas.

La afirmación anterior nos parece poco afortunada en varios sentidos: por un lado, recurrir a criterios de realidad social respecto de la interpretación de las normas para interpretar éstas con un criterio distinto, basado en la existencia de una crisis económica, parece un poco exagerado. De otra parte, poner en relación lo que constituye una crisis económica mundial que tiene, sin duda, orígenes diversos, con un concreto contrato de préstamo hipotecario, parece un exceso desde cualquier óptica. Afirmar que una empresa que haya participado de alguna forma, sin que pueda conocerse el grado concreto de participación, ya sea desde un punto de vista cuantitativo o cualitativo, en la crisis económica mundial, no puede pretender que se apliquen las normas del mismo modo que al resto de entidades o ciudadanos supone denotar una parcialidad en la aplicación del Derecho digna del mayor de los reproches.

No obstante, las consideraciones del Auto que comentamos ponen el énfasis en dos aspectos técnicos que sí pueden tener cierta importancia. El primero de ellos es la vuelta una y otra vez a las argumentaciones basadas en el abuso de derecho o la doctrina de los actos propios como manifestación de la anterior, para afirmar que quien es causante del problema no puede evitar su responsabilidad⁽²¹⁾. Llegados a este punto, parecería razonable acercarnos a los requisitos que establece el artículo 7.2 del Código Civil para considerar que el caso pueda encuadrarse dentro del abuso de derecho. El segundo aspecto técnico al que hace referencia la mención de la adaptación de las normas al tiempo en que deben ser aplicadas se refiere a la traslación lógica de la misma idea a las doctrinas que en materia de contratos pretenden tener en cuenta el devenir de la relación contractual a la hora de aplicar sus consecuencias: las teorías de la imprevisión y la aplicación de la llamada «cláusula *rebus sic stantibus*»⁽²²⁾.

El artículo 7.2 del Código Civil recoge todos y cada uno de los requisitos que la jurisprudencia fue introduciendo en materia de abuso de derecho desde las primeras sentencias que recayeron sobre la materia. Básicamente, y adaptados al asunto que estamos estudiando, es necesario que exista un acto (el valor por el que el acreedor pretende adjudicarse el bien); que en función de las circunstancias (valoración netamente inferior al valor de tasación acordado por las partes) sobrepase los límites normales del ejercicio de un derecho con perjuicio para tercero (la adjudicación por una cantidad muy inferior a su valor con mantenimiento de la deuda por la cantidad restante).

La amplitud con la que está redactado el artículo 7.2 del Código Civil provoca que resulte más o menos discutible si se cumplen o no los requisitos del abuso de

(21) No nos referimos, por supuesto, a que el acreedor sea el causante de la crisis económica mundial, sino al problema concreto del préstamo hipotecario que ha sido concedido por un valor superior al normal, 80% de tasación, lo que puede haber dado lugar a la enorme diferencia entre el capital pendiente y el valor real del inmueble, unido a otra serie de circunstancias como los tipos de interés, la hipotética sobretasación del bien, etc., que han podido dar lugar a la situación planteada.

(22) AMUNÁTEGUI RODRÍGUEZ, C., *La cláusula rebus sic stantibus*. Valencia, 2003, p. 78.

derecho, máxime cuando la ley no solo autoriza expresamente la opción seguida por el acreedor sino que autoriza expresamente el acto por el que aquél decide adjudicarse la finca por un valor igual al 50% de su valor de tasación. Varios elementos deben contribuir a que en cada caso la adjudicación pueda considerarse o no como un abuso de derecho: por un lado la existencia de otros postores que marquen una valoración que pudiera definirse como cercana al valor de mercado; que el valor de tasación haya sido fijado por las partes en un momento cercano a la ejecución o que el porcentaje de deuda no cubierta por la adjudicación sea mayor o menor. En nuestra opinión, todos esos elementos pueden conformar un escenario en el que poder encuadrar un posible abuso de derecho, máxime si se combinan con otras consideraciones que incluimos a continuación y que delimitan el posible abuso en atención a las circunstancias previas a la ejecución⁽²³⁾.

2. La cláusula *rebus sic stantibus*

La afirmación de la Audiencia Provincial de Navarra, pretendiendo calificar las circunstancias que concurren en el caso como un problema de interpretación acorde a la realidad de los tiempos, nos ha parecido ciertamente desafortunada. No obstante, el Auto lo que hace es incidir en otra cuestión, que sí concurre en el presente caso: la alteración de circunstancias entre el momento de concluir el contrato y aquél en el que deben producirse ciertos efectos derivados del mismo. El recurso a las teorías de la imprevisión o a la llamada «cláusula *rebus sic stantibus*» ha sido el modo en el que la jurisprudencia ha pretendido incluir dentro del desarrollo del *iter* contractual un modo de adaptar las circunstancias que dieron lugar a la prestación del consentimiento a las variaciones extraordinarias acaecidas con posterioridad⁽²⁴⁾.

Se trata siempre de la aplicación de la misma idea: considerar abusiva la aplicación de los términos contractuales en el modo fijado en el contrato, cuando la variación de circunstancias es de tal magnitud que quien asumió el consentimiento en ningún caso lo habría prestado de haber tenido conocimiento de la posibilidad de alteraciones de tal calibre. El factor incertidumbre debe presidir cualquier relación contractual, eso sí, dentro de unos límites que puedan considerarse normales⁽²⁵⁾.

Las referencias que se contienen en el Auto, relativas a la gravedad de la crisis económica, la rapidez en la pérdida de valor del bien y otros condicionantes de este tipo, nos llaman la atención sobre la posibilidad de moderar de algún modo las consecuencias de la ejecución hipotecaria. Parecería razonable una intervención judicial en la valoración del bien a efectos de adjudicación por el acreedor hipotecario, con base

(23) GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Valoración del inmueble...», *op. cit.*, p. 2.163.

(24) AMUNÁTEGUI RODRÍGUEZ, C., *La cláusula rebus sic...*, *op. cit.*, p. 79 y ss.

(25) AMUNÁTEGUI RODRÍGUEZ, C., *La cláusula rebus sic...*, *op. cit.*, p. 203: «En último término será el juez quien constate o aprecie la presencia de los requisitos o presupuestos que permitan la aplicación de doctrinas como la cláusula *rebus sic stantibus* o la onerosidad sobrevenida de la prestación».

en una interpretación de la norma iluminada con las doctrinas que hacen referencia a las variaciones bruscas de circunstancias como elementos a tener en cuenta en la aplicación de los efectos derivados de una relación contractual⁽²⁶⁾.

3. Contratos de préstamo y protección de consumidores

El artículo 1 de la Ley de 23 de julio de 1908 declara la nulidad de préstamos que puedan resultar «leoninos» por sus condiciones, si existen motivos para estimar que han sido aceptados a causa de la situación angustiosa o la inexperiencia del prestatario. Trasladada la redacción a nuestro caso, en el que en ningún momento se ha planteado la posibilidad de que sea declarado nulo el contrato, sino solamente algunas de sus consecuencias, no cabe duda de que nos encontramos ante una norma que pudiera ser aplicable, si no en su literalidad, sí en sus consecuencias.

Advertido ya que no se está planteando la posibilidad de considerar leonino el contrato y promover su nulidad, sí cabe pensar que un negocio que en sus orígenes no tenía por qué resultar gravemente perjudicial para el consumidor, en función de las circunstancias acaba siéndolo, resultando en su conjunto absolutamente leonino para el prestatario. La garantía hipotecaria constituye una salvaguarda para el acreedor, pero en cierto modo también debe serlo para el deudor. Perder la vivienda habitual es lo suficientemente perjudicial como para añadir, además, la comprobación de que la misma no tenía el valor que se calculaba, que la ley permite al acreedor adjudicarse el bien por una cantidad muy inferior a la deuda y que, en definitiva, se va a mantener por muchos años una situación en la que solamente el consumidor tendrá que hacer frente a las consecuencias del «error valorativo». No cabe duda de que la adjudicación del bien por el acreedor por un valor aproximado del 50% de la tasación convierte la ejecución hipotecaria en un proceso que causa al consumidor un perjuicio de consecuencias incalculables, lo que nos permitiría afirmar que el resultado de la misma arroja unos perjuicios calificables como «leoninos».

La aplicabilidad de las previsiones de la Ley Azcárate a un caso en el que la ley permite aplicar consecuencias gravemente perjudiciales a un consumidor, para intentar mitigar de alguna manera las mismas, interpretando todas ellas a la luz de la legislación de consumidores y de la doctrina del abuso de derecho, puede ofrecer argumentos que justifiquen la resolución dictada por la Audiencia Provincial de Navarra. Llama la atención que el artículo 1 de la mencionada Ley imponga, como requisito previo a la aplicación de las consecuencias previstas en la misma, que las condiciones gravemente perjudiciales no hayan sido libremente pactadas. Exige, concretando en los aspectos relacionados con nuestro caso, que las mismas hayan sido aceptadas como consecuen-

⁽²⁶⁾ AMUNÁTEGUI RODRÍGUEZ, C., *La cláusula rebus sic...*, *op. cit.*, p. 204: «Esta labor corresponde a los tribunales, tanto en el caso de que existan en el ordenamiento correspondiente normas generales sobre los efectos de las circunstancias imprevistas que dificulten el cumplimiento de la prestación, como en aquellos otros supuestos (tal es nuestro caso) en los que los códigos no acogen tales doctrinas y en los que la apreciación de las posibles consecuencias de la onerosidad queda en manos de la jurisprudencia».

cia de una situación de angustia o inexperiencia. Se trata de las dos premisas básicas de la legislación de consumidores. Las razones por las que el juego de la autonomía de la voluntad no entra en materia de consumidores son precisamente las esgrimidas anteriormente. Se trata de situaciones en las que el consumidor, bien se encuentra necesitado de obtener ciertos bienes o servicios, bien puede verse constreñido, por la actuación más experta del empresario, a asumir consecuencias que, de no encontrarse en situación de inferioridad, no admitiría⁽²⁷⁾.

De considerar aplicable lo previsto en el artículo 1 de la Ley Azcárate, habría que analizar las circunstancias del caso en sede de ejecución. Comprobar si el valor de tasación era acorde con el valor de adquisición del bien, si tal dato pudiera ser acreditado, si las circunstancias que giraron en torno a la asunción del crédito hipotecario permiten concluir que el prestatario se vio abocado a las mismas, por inexperiencia o situación de angustia, y, en definitiva, ponderar la situación para comprobar si la ejecución hipotecaria aboca al deudor a un escenario gravemente perjudicial o «leoniño». Comprobado todo ello podría plantearse la necesidad de que el acreedor hipotecario se adjudicara el bien por un valor que impidiera tan graves perjuicios, evitando que un contrato lícito se convierta en gravemente perjudicial con posterioridad⁽²⁸⁾.

IV. ADJUDICACIÓN POR EL ACREEDOR DEL BIEN HIPOTECADO: UN PROBLEMA DE VALORACIÓN

El Auto de la Audiencia Provincial de Navarra de 17 de diciembre de 2010 centra la solución aportada en un problema de valoración entre partes de la finca hipotecada. Básicamente viene a decirse que cómo puede otorgar la parte acreedora un valor del bien a efectos de subasta y, apenas poco tiempo después, considerar que su valor real es muy inferior, aproximadamente un 50%.

Debemos notar que en la afirmación se contiene un juicio de reproche hacia el acreedor, cuya actuación, abusiva o no, ha sido ya objeto de análisis. Se pone también de manifiesto una circunstancia que diferencia el procedimiento de ejecución hipotecaria de la vía de apremio ordinaria⁽²⁹⁾. En esta última la valoración del bien se realiza, normalmente, mediante una tasación pericial que debe determinar cuál es el valor de mercado del objeto subastado. En consecuencia, la valoración a efectos de subasta debe considerarse adecuada al valor real (artículo 639.3 LEC). Por el contrario, tratándose de ejecución hipotecaria, el artículo 682.2 LEC prevé que el precio debe haberse fijado en la escritura de constitución de la hipoteca para que pueda seguirse el procedimiento hipotecario.

(27) PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., *Las cláusulas abusivas por un defecto de transparencia*. Pamplona, 2004, pp. 109 y ss.

(28) GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Valoración del inmueble...», *op. cit.*, p. 2.156.

(29) PÉREZ GARCÍA, M., «La realización del valor...», *op. cit.*, p. 11. Si bien se trata de diferencias que han sido criticadas, en la doctrina se intenta también encontrar una justificación, eso sí, siempre y cuando de dicha justificación pudiéramos extraer ciertas consecuencias.

Consecuencia de la dualidad de sistemas es la posibilidad de que el precio fijado en el momento de constituir la hipoteca y el que habría resultado de haberse procedido al avalúo durante el proceso de ejecución fueran muy diferentes⁽³⁰⁾. La variación del precio real del bien, tanto al alza como a la baja, en función de las circunstancias, va a operar siempre en contra del deudor. El deudor puede ver cómo el valor real del bien fijado en la constitución y sobre el que se calculó el importe del préstamo hipotecario no alcanza en absoluto a cubrir el importe total de la deuda, por lo que, no habiendo postores, el acreedor pretenderá adjudicarse el bien por un importe equivalente al 50% del valor de tasación o incluso inferior. De otro lado, un aumento de valor del bien puede hacer que tal adjudicación que siempre podría intentar el acreedor o el mejor postor, no cubra el principal y los intereses y, sin embargo, sea enormemente lucrativa para el adjudicatario que podría realizar su valor por un importe muy superior.

En la doctrina se ha planteado que la disparidad de sistemas en perjuicio del deudor hipotecario, es decir, aquel que ha proporcionado una garantía de mayor calidad a su acreedor, quizá deba ser interpretada de acuerdo con criterios de equidad para comprobar si cabe algún tipo de adaptación del sistema que impida la existencia de abusos⁽³¹⁾. El origen de la norma se ha aportado como elemento que permite llegar a conclusiones distintas de las habituales⁽³²⁾. El motivo por el que se introdujo la posibilidad de pactar previamente el valor en subasta del bien no es otro que evitar que el avalúo, con intervención del deudor, pudiera dar lugar a maniobras dilatorias⁽³³⁾. Se trata de una norma que, para evitar dilaciones, introduce un elemento de voluntariedad en la fijación del precio para subasta. Tratándose de un crédito hipotecario, que normalmente tiene un plazo de amortización amplio, la posibilidad de que exista una variación de precio entre la fecha de fijación de éste y la de ejecución es bastante elevada. En los casos en los que se ha planteado la cuestión, se ha resuelto la misma con una alusión a la autonomía de la voluntad y al principio de *pacta sunt servanda*, es decir, el deudor pactó una cantidad como tipo para la subasta y debe asumirla. No obstante, en contra se ha manifestado algún autor diciendo que, por el mismo motivo, llama la atención que el acreedor no esté dispuesto a adjudicarse el bien, como mínimo, en el precio que «libremente» ha acordado con el deudor⁽³⁴⁾.

(30) El problema puede darse en cualquiera de los dos sentidos. Nos hallamos ante un caso en el que la posible pérdida de valor del bien podría provocar la adjudicación del bien por un precio irrisorio. En otro momento, vid. GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Valoración del inmueble...», *op. cit.*, p. 2.154, el problema se planteaba en sentido contrario. La continua variación de precios al alza que se produjo durante los primeros años del siglo XXI llevó a los autores a afirmar que cabía una adjudicación por el 50% del avalúo fijado en la hipoteca que realmente fuera muy inferior al verdadero valor de mercado del bien.

(31) PÉREZ GARCÍA, M., «La realización del valor...», *op. cit.*, p. 11.

(32) GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Valoración del inmueble...», *op. cit.*, p. 2.155.

(33) El procedimiento vigente en la actualidad en los artículos 638 y ss. LEC deja poco margen a tales actuaciones.

(34) GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Valoración del inmueble...», *op. cit.*, p. 2.156.

Que el sistema de doble valoración no se justifica en ningún caso es nota común en la doctrina⁽³⁵⁾. En la actualidad, el procedimiento de valoración judicial por tasación no requiere de excesivo tiempo y, además, siempre será más razonable que proceder a la subasta de un bien tomando como base de tasación del mismo el valor fijado mucho tiempo antes. La única justificación que podría tener sería considerar que dicho valor es el mínimo para aquellos casos en los que el ejecutante sea quien se adjudique el bien, tal y como hemos señalado anteriormente.

En tales casos, es decir, cuando sea el acreedor quien se adjudique el bien, la cuestión adquiere una relevancia mayor. Se trata de una contraposición de intereses, entre acreedor y deudor, que coinciden con los que se pusieron de manifiesto en el momento de otorgar la escritura de constitución de la hipoteca. La pretensión de que la adjudicación por un valor muy inferior al real de mercado pueda constituir un caso de enriquecimiento injusto ya hemos comentado que ha sido rechazada por la jurisprudencia con base en que la causa viene dada por el pacto entre las partes⁽³⁶⁾.

Pero resulta evidente que el valor dado al bien por las partes también debería jugar en contra del acreedor hipotecario adjudicatario. El adjudicatario fija el valor de adjudicación del bien. En la medida en que pueda hacerlo libremente estaríamos permitiendo que actuara en contra del derecho que concede la garantía real, esto es, el *ius distrahendi*⁽³⁷⁾: el derecho a proceder a la venta del bien implica que éste sea vendido a un precio de mercado, no que sea adjudicado por el acreedor por el valor que le parezca. Llama la atención que podamos pasar de un sistema en el que está prohibido el «pacto comisorio» (art. 1859 CC), en el que el acreedor no puede pactar con carácter previo una adjudicación en pago del bien hipotecado y que, con posterioridad, simplemente porque se ha comprobado que el bien no tiene en ese momento interés para el mercado, pueda pasar, no ya a una adjudicación en pago, sino a la adjudicación por un precio irrisorio, manteniendo buena parte de la deuda frente al deudor.

Si no existe ningún postor puede ser porque el bien que garantiza el crédito no haya cumplido su función de garantía de manera correcta⁽³⁸⁾ y ello, creemos, no puede ser achacable en ningún caso al deudor, siempre será imputable al acreedor, que debió preocuparse de obtener una garantía razonable por el crédito⁽³⁹⁾. Una vez que se ha demostrado que el bien no tiene un valor de mercado suficiente para cubrir lo que

(35) GONZÁLEZ PACANOWSKA, I. «Valoración del inmueble...», *op. cit.*, p. 2.162.

(36) Existen diversas posibilidades legales para aplicar paliativos a la situación en los casos en los que el adjudicatario sea el acreedor, desde el sistema previsto en EE.UU. de dación en pago directa hasta el sistema alemán que impone una adjudicación mínima del 70% del valor de tasación. GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Valoración del inmueble...», *op. cit.*, p. 2.162. MARTÍN PASTOR, J., «Posibilidades del acreedor hipotecario...», *op. cit.*, p. 6.

(37) GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Valoración del inmueble...», *op. cit.*, p. 2.163.

(38) PÉREZ GARCÍA, M., «La realización del valor...», *op. cit.*, p. 11.

(39) Máxime cuando el acreedor es un profesional y el deudor un consumidor, en donde las posibilidades de que la garantía no cubra el importe de la deuda deberían perjudicar a quien aceptó la constitución del derecho real sobre un bien de valor insuficiente para cubrir la deuda.

impone la ley (50% del valor de tasación) o, al menos, el total de la deuda, la duda se centrará en determinar el precio por el que el acreedor puede adjudicárselo. Hay que valorar el bien, sin que los parámetros establecidos legalmente para terceros postores tengan por qué suponer un mínimo para todos los casos.

La pregunta será si el acreedor puede pedir y el juzgado acordar, con base en el artículo 670.4 último párrafo, la adjudicación del bien por una cantidad irrisoria, un céntimo, por llevar el ejemplo al extremo. Parece que la respuesta sería sencilla: no. Nos hallaríamos ante un claro abuso de derecho. Hay que buscar un valor razonable a la vista de todas las consideraciones anteriores, a la que hay que añadir una más: el perjuicio para los acreedores posteriores que ven canceladas sus garantías y que, además, tienen que concurrir junto con el acreedor hipotecario para intentar obtener el cobro de sus créditos del patrimonio personal del deudor⁽⁴⁰⁾.

La búsqueda del valor razonable no será sencilla siempre que el acreedor ejecutante sea tomado como un tercero que concurre a la subasta. Desde el mismo momento en que consideráramos que el acreedor tiene tal condición, que no está más afectado por la situación que cualquier tercero, deberíamos concederle la posibilidad de adjudicarse la finca por el 50% del valor de tasación, lo que parece que puede resultar de la lectura del artículo 670.4 de la LEC, siempre y cuando lo interpretemos en clave exclusivamente favorable al acreedor, y sin tener en cuenta las circunstancias del deudor. No obstante, el acreedor ejecutante no puede ser considerado igual que un tercero. Como hemos dicho anteriormente, la puesta de manifiesto de la falta de postores que cubran determinado importe del valor del bien supone la prueba de la falta de cumplimiento del bien de su función de garantía: el valor en venta del bien no alcanza para cubrir siquiera una parte del crédito y no alcanza tampoco para disponer de una postura de un tercero que cubra de manera razonable el valor del bien.

Las afirmaciones anteriores suponen la constatación de que la garantía real no ha cumplido su función: en ausencia del prohibido pacto comisorio, y sin que existan postores que pujen por el bien, nos encontramos con que una garantía real que pretendía dotar de seguridad al acreedor a través de su valor en venta no puede cumplir tal función, dejando abierto un nuevo escenario. En tal sentido, la Ley de Enjuiciamiento Civil, artículo 671.2, establece que cabe la posibilidad de declarar que el bien no cumple la función en garantía y a instancias del ejecutado podría solicitarse que se alzara el embargo. Solamente puede evitar el acreedor tal consecuencia solicitando la adjudicación del bien. Se trata de un acto voluntario, el acreedor pide que le sea adjudicado un bien que no ha sido objeto de puja alguna para, de alguna forma, paliar los efectos de la falta de valor real del mismo, mediante una adjudicación. La Ley prevé, efectivamente, que pueda pedirse, en situación de normalidad, que dicha adjudicación sea por una cantidad igual o superior al 50% del valor de tasación o por la cantidad debida por todos los conceptos.

Debemos hacer dos precisiones: por un lado se refiere al valor real y no al fijado en escritura, por lo que, si nos hallamos ante una tasación convencional, quizá no fuera

(40) GONZÁLEZ PACANOWSKA, I., «Valoración del inmueble...», *op. cit.*, p. 2.163.

descabellado afirmar que la posibilidad de adjudicación del bien por el 50% no debe operar de manera automática en perjuicio de una sola de las partes; por otro lado, el artículo 671 LEC contrapone la adjudicación por una cantidad igual o superior al 50% a la cantidad que el deudor deba por todos los conceptos. Es como si se considerara que las cantidades debían ser similares, de modo que fuera indiferente la opción del acreedor. No parece que el artículo esté pensando en un caso en el que entre la adjudicación del bien por el 50% del precio fijado en subasta y el importe debido por todos los conceptos exista una diferencia tan grande.

El artículo 671 de la LEC, al igual que el 670 de la LEC, se encuentran en sede de ejecución de bienes inmuebles no garantizados por hipoteca, o lo que es lo mismo, parten de que existe una valoración real del bien en el momento de la ejecución. La necesidad de que el precio sea el fijado en escritura se encuentra en el artículo 682 de la LEC, en la regulación del proceso de ejecución cuando éste se dirige exclusivamente sobre bienes hipotecados. Nada obsta para considerar que la remisión a la subasta de inmuebles se refiere solamente a lo previsto para los casos en los que existen postores, en los casos en los que no existen postores la constatación de que el bien no cumple con su función de garantía nos deja una situación en la que acreedor y deudor deben decidir qué solución pueden darle al problema. Una adjudicación por precio irrisorio no sería razonable. La búsqueda de un precio razonable nos ofrece dos opciones, todas derivadas de las decisiones de ambas partes, la adjudicación por el acreedor en pago por todos los conceptos o, ya que se aprovecha de un valor de tasación distinto del real, la adjudicación por dicho valor. En caso contrario, que hubiera optado por seguir el procedimiento de ejecución ordinaria y no el exclusivo sobre bienes hipotecados.

Se trata de una solución que puede parecer *de lege ferenda* y según en qué casos seguramente lo sea, pero creemos que la legislación actual da lugar a situaciones de abuso de derecho, el cual se manifiesta de múltiples formas, en casos como el que estamos analizando, y se encuentra prohibida por la legislación civil general, la de consumidores, las doctrinas sobre aplicación temporal diferida de acuerdos y una interpretación de la legislación procesal adaptada a los intereses de todas las partes. A la vista de todo lo anterior, creemos que deben utilizarse todos los mecanismos que el derecho pone a disposición del juzgador para evitar que se produzcan situaciones de abuso y, según los casos, corregir la valoración de los bienes para adaptar las circunstancias reales a las pactadas.

V. LOS MECANISMOS DE LA LEY DE ENJUICIAMIENTO INTERPRETADOS A LA LUZ DE LAS CONSIDERACIONES ANTERIORES

Anteriormente hemos examinado una serie de condicionantes y circunstancias que pueden llevarnos a considerar que no cabe una aplicación automática de las normas del apremio ordinario cuando es el acreedor hipotecario, en ausencia de postores, quien se adjudica el bien para evitar que la garantía real pierda por completo su eficacia. La dualidad de sistemas de tasación de bienes inmuebles, según se encuentren o no hipotecados, el juego de las previsiones de adjudicación a postores en función del porcentaje de avalúo que cubran, y la posible alteración de las circunstancias entre el

momento de fijación de las condiciones de subasta, al constituirse la hipoteca, y el de la ejecución, nos han llevado a considerar razonable establecer reglas para que el acreedor adjudicatario no pudiera abusar de su posición en perjuicio del deudor y de otros posibles afectados por la ejecución.

La actuación, responsable o no, del acreedor hipotecario a lo largo de todo el proceso será también un factor determinante de las decisiones que deban tomarse en sede de ejecución hipotecaria. La tónica general en la concesión de préstamos hipotecarios es la concurrencia entre un acreedor, entidad financiera, y un deudor, consumidor⁽⁴¹⁾. Las circunstancias que se den en la concesión del préstamo y, en especial, en la fijación del valor de tasación, que como regla general puede venir dado por la propia entidad financiera, y en el porcentaje que respecto de dicho valor represente el importe del principal del préstamo, pueden coadyuvar a que la situación del deudor en el momento de la ejecución se vea agravada como consecuencia de la actuación poco responsable del acreedor que, en la mayoría de los casos, es quien decide qué condiciones deben presidir la concesión del préstamo con garantía hipotecaria.

La concesión del préstamo por un importe superior al de tasación del bien hipotecado o sobre un bien tasado por encima del valor de mercado puede considerarse, llegada la ejecución, como circunstancias que convierten la adjudicación del bien por el acreedor por un importe inferior al valor de tasación en una actuación que pone al deudor en una posición gravemente perjudicial. En muchos casos podría afirmarse que, tras la ejecución, los efectos en conjunto del préstamo concedido han resultado leoninos y dignos de ser evitados. El abuso de derecho del acreedor, prohibido expresamente por la Ley Azcárate, puesto de manifiesto a través de una adjudicación en la que pide apropiarse del bien por un valor netamente inferior al que el propio acreedor le había dado, debe ser evitado a través de la imposición de valores mínimos por los que deberá adjudicarse el bien.

El acreedor hipotecario no puede ampararse exclusivamente en lo que han pactado las partes para aferrarse al valor de tasación convencional, y aplicar los artículos que permiten la adjudicación de bienes por valor inferior a dicha tasación. El mejor postor que puede adjudicarse los bienes en dichos valores es un tercero que no ha intervenido en el valor de tasación, mientras que el acreedor es quien lo fijó, pretendiendo ahora utilizar dicha valoración para adjudicarse el bien por el valor que le parezca mejor, fijando de manera unilateral las condiciones. En un sistema en el que no se admite el pacto comisorio parecería un contrasentido que pudiera darse una situación idéntica en sede de ejecución del crédito, pero fijando una de las partes de manera unilateral el valor por el que finalmente se convertirá en propietario de un bien que estaba destinado a venderse en pública subasta y no a ser adjudicado directamente.

En oposición a los planteamientos anteriores cabría oponer que en todos los casos nos hallamos ante opiniones *de lege ferenda* que no pueden ser acogidas sin más por la jurisprudencia. Que debe haber un cambio legislativo que ampare el cambio de postu-

(41) *Vid.* redacción del artículo 3 de la Ley General de Consumidores, RDLeg 1/2007, de 16 de noviembre.

ra⁽⁴²⁾, por lo que, mientras tanto, no cabrá otra opción que mantener el sistema como hasta ahora, no siendo razonable que puedan dictarse otras resoluciones contrarias al ordenamiento jurídico. No obstante, no podemos estar en modo alguno de acuerdo con lo anterior: todas y cada una de las opiniones que hemos vertido en este comentario se basan, bien en leyes vigentes, bien en doctrinas jurisprudenciales que, al amparo de los principios generales, se encuentran plenamente consolidadas.

Es más, creemos que una lectura sosegada y a la luz de las consideraciones anteriores del artículo 670.4 LEC nos puede llevar a encontrar un procedimiento a seguir, que dependerá en cada caso, eso sí, de sus circunstancias especiales. Nos hallamos ante supuestos en los que se pretende la aplicación de las normas de forma que se impida la comisión de abusos, por lo tanto, habrá casos en los que las adjudicaciones estarán plenamente justificadas, su valor será el adecuado, y no habrá lugar a introducir modificaciones en lo querido por las partes, en este caso, lo querido por el acreedor hipotecario. En otros supuestos, con base en lo regulado legalmente, se podrá moderar y establecer un valor de adjudicación adecuado.

El artículo 670.4 de la LEC contiene una serie de factores que pueden ser tenidos en cuenta en el momento de decidir qué valoración puede admitirse del bien ejecutado. Textualmente expresa lo siguiente: «el Secretario judicial responsable de la ejecución, oídas las partes, resolverá sobre la aprobación del remate a la vista de las circunstancias del caso y teniendo en cuenta especialmente la conducta del deudor en relación con el cumplimiento de la obligación por la que se procede, las posibilidades de lograr la satisfacción del acreedor mediante la realización de otros bienes, el sacrificio patrimonial que la aprobación del remate suponga para el deudor y el beneficio que de ella obtenga el acreedor». Habla de las circunstancias del caso, la conducta del deudor, el sacrificio patrimonial del deudor, etc. La pregunta es: ¿cabe aplicar tales criterios de manera analógica teniendo en cuenta todas las consideraciones anteriores? Creemos que la respuesta debe ser afirmativa.

Realizando un planteamiento similar al del caso que ha sido objeto de controversia, nos encontramos ante una subasta cuyo resultado es la constatación de que el bien dado en garantía no puede cumplir su función, por lo que parecería razonable un alzamiento del embargo (art. 671 LEC *in fine*). Cabe la posibilidad de que el acreedor solicite la adjudicación del bien, pudiendo optar por la cantidad que se le deba por todos los conceptos, lo que equivaldría a una auténtica dación en pago, o una cantidad distinta, normalmente inferior.

En tal caso debemos preguntarnos si puede aplicarse la regla del artículo 671.1 LEC, cantidad igual o superior al 50% del valor de tasación o, atendiendo a que no nos hallamos ante una ejecución ordinaria sino hipotecaria y a que, por tanto, no ha habido tasación, deba ceñirse a la cantidad pactada con el deudor. Dicha cantidad es una cifra que resulta absolutamente libre para el acreedor, mientras que en muchos casos el deudor no tendrá más remedio que aceptarla, con independencia de que ésta sea mayor o menor que la real. El acreedor concedió al bien un valor, por lo que resultaría

(42) PÉREZ GARCÍA, M., «La realización del valor...», *op. cit.*, p. 14.

abusivo, aprovechando un resquicio legal, pretender adjudicárselo por una cantidad inferior. Solamente cabría tal posibilidad previa justificación de los motivos o razones, jurídicas o económicas, que permitan sostener que la valoración de la adjudicación solicitada es razonable y en ningún caso abusiva.

En consecuencia, el acreedor tiene la carga de acreditar en el momento de la solicitud de adjudicación las razones, fácticas o jurídicas, por las que solicita que se conceda una valoración netamente inferior al valor pactado en la escritura o a lo debido por todos los conceptos. Simplemente a título de ejemplo podemos citar los siguientes argumentos: puede aportar una tasación objetiva que justifique la valoración que se da al bien; podría argumentar en relación con la fecha de constitución de hipoteca en relación al momento de la ejecución, pues denotará la actitud del deudor, así como igualmente la responsabilidad del acreedor en el momento de fijar la valoración del bien a efectos de subasta; si el crédito se concedió por una cantidad muy alejada del valor de tasación (mínimo un 80%) o no; si el bien ha perdido valor como consecuencia de la actuación poco diligente del deudor, etc.

Todos estos criterios, aportados por el acreedor en el momento de solicitar la adjudicación, deberán ser tenidos en cuenta a la hora de aprobar la adquisición del bien, debiendo decidirse por el juzgado si la cantidad solicitada por el acreedor es razonable o, por el contrario, debe estarse a la fijada en la escritura de constitución o adjudicarse el bien por las cantidades debidas por todos los conceptos. En este último caso no habrá lugar a seguir la ejecución, mientras que en los anteriores se seguirá el proceso o no, en función de la parte de deuda que quede extinguida.

NOTICIAS

1. JURISPRUDENCIA RECIENTE DE AUDIENCIAS PROVINCIALES SOBRE DEMANDAS DE NULIDAD POR ERROR EN LA COMERCIALIZACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS POR LOS BANCOS

1. La eclosión de la crisis financiera en el verano del año 2007 ha tenido como uno de sus efectos colaterales la interposición ante nuestros juzgados y tribunales de numerosas demandas por otros tantos inversores que han pretendido la nulidad de los respectivos contratos de compra de valores por haber padecido error en la compra de productos financieros complejos (ver nuestra noticia sobre «Publicación por la CNMV de una Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos», en esta *RDBB*, núm. 120, 2010, pp. 292 y ss.). Dado que los emisores de estos valores han sido, en la mayor parte de las ocasiones, bancos extranjeros que, además, se han declarado en situaciones concursales (es el caso de los bonos estructurados emitidos por Lehman Brothers o por los bancos islandeses), los inversores han dirigido sus acciones contra los bancos españoles que intermediaron en su adquisición, con la esperanza de alcanzar un resultado práctico con sus reclamaciones. Para ello, los demandantes han debido probar que han sido aquellos bancos intermediarios los causantes del error padecido, lo que debía conducir a la nulidad del negocio jurídico y a la consiguiente restitución de prestaciones. Esto es, que el banco intermediario devolviera al cliente el importe de la inversión junto a los daños sufridos en forma de intereses y que el cliente devolviera al banco los bonos u otros productos estructurados para que el banco intermediario español acudiera al proceso concursal del banco emisor extranjero con un entusiasmo —perfectamente describable— por recuperar la inversión.

2. En la mayor parte de las ocasiones, los tribunales han apreciado dicho error y estimado las acciones de nulidad instadas por los clientes, condenando a los bancos intermediarios a la restitución del capital invertido. Así ha ocurrido tanto en pleitos sobre acciones de nulidad de condiciones generales de algunos contratos como en pleitos sobre nulidad de compraventas de productos financieros complejos (ver nuestra noticia sobre «Doctrina jurisprudencial sobre productos financieros complejos: la Sentencia de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009», en esta *RDBB*, núm. 118, 2010, pp. 259 y ss.).

3. Sin embargo, en fechas recientes, han visto la luz algunas Sentencias de otras tantas Audiencias Provinciales que, confirmando o revocando las respectivas Sentencias de los Juzgados de Primera Instancia, han desestimado las acciones de nulidad de órdenes de compra de productos financieros complejos por considerar que no se había producido error invalidante del consentimiento de los inversores. Al tiempo, siguen conociéndose Sentencias de otras Audiencias Provinciales que, por el contrario, estiman las acciones de nulidad y condenan a los bancos intermediarios a la restitución del capital invertido.

4. La anterior situación de esta jurisprudencia menor pone de manifiesto que es preciso realizar, en cada caso, un examen cuidadoso del tipo de contrato, de producto, de cliente y de orden de compra, así como de las restantes circunstancias de comercialización de dichos productos para determinar si el error padecido por el cliente reunía los requisitos que el art. 1266 del Código Civil y la jurisprudencia que lo interpreta exigen para invalidar el consentimiento y producir la consiguiente nulidad del contrato.

5. En primer lugar, nos referimos a la Sentencia de la Sección 13.^a de la Audiencia Provincial de Madrid de 5 de julio de 2011 (rec. 607/2010) que estima el recurso de apelación interpuesto por Bankinter contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 92 de Madrid de 21 de mayo de 2010, desestima la demanda instada por una cliente que pretendía la nulidad de un contrato de inversión en bonos estructurados emitidos por Lehman Brothers Treasury Co. BV y absuelve al Banco de la pretensión de condena de restituir a la demandante la cantidad de 216.000 USD, más intereses.

La esencia del pleito —por establecerlo así la demanda— radicó en determinar si el Banco había provocado el error de la cliente en el sentido de que el resultado económico de la inversión estaba garantizado o afianzado por Bankinter. Y para ello, el tribunal examinó la documental obrante en autos que consistía en esencia en la propia orden de compra que tenía las siguientes menciones destacables: decía que el cliente deseaba comprar a través de Bankinter un bono estructurado emitido por Lehman Brothers Treasury Co. BV, mostraba un análisis de escenarios de rentabilidad con ejemplos concretos, contenía un aviso sobre riesgos en el que el cliente manifestaba su consciencia de que podía perder parte de su inversión, reconocía que el cliente había sido asesorado sobre dicho riesgo y añadía un recuadro sobre conocimiento y experiencia del cliente en el que la demandante declaraba conocer las características y riesgos del producto y tener experiencias previas en la contratación de productos de dicha naturaleza. Además, el tribunal tomó en consideración las circunstancias subjetivas de la demandante, licenciada en ciencias empresariales y consultora financiera, y de su esposo, licenciado en derecho y consultor de marketing, presente en el momento de la contratación.

Pues bien, a la vista de dicho material probatorio, el tribunal no consideró probado que la demandante contratase en situación de error en cuanto a que Bankinter fuese garante o fiador del resultado de la inversión en el bono estructurado porque, primero, poco antes de ordenar la compra de dicho bono, había invertido en otro bono estructurado sin capital garantizado; segundo, el error sería, en todo caso, inexcusable, ya que Bankinter en ningún momento le indicó que garantizaba la operación; tercero, el vicio del consentimiento no puede proceder de hechos posteriores y ajenos a las partes; y, cuarto, la demandante no probó que la pretendida garantía de Bankinter hubiera sido motivo esencial para su inversión.

6. En segundo lugar, nos referimos a la Sentencia de la Sección 9.^a de la Audiencia Provincial de Valencia de 19 de abril de 2011 (rec. 119/2011, JUR 2011/226694) que desestima el recurso de apelación interpuesto por una cliente de Banco Banif, SA contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 6 de Valencia de 15 de noviembre de 2010, que desestimó la demanda instada por la cliente

que pretendía la nulidad de una orden de compra de unas acciones de una compañía cotizada en la Bolsa de Viena, denominada Meini European Land y la condena del Banco a abonar a la actora 50.596,70 €.

La acción principal entablada en la demanda era la nulidad de la orden de compra de las acciones citadas por ausencia absoluta de información por Banif, y por haber sido suscrita por la cliente movida por la confianza que le merecía el asesoramiento del Banco. En consecuencia, el tribunal examina los dos presupuestos básicos de la acción, que son: por una parte, si se produjo la absoluta ausencia de información o una información defectuosa, llegando a esta última conclusión sobre la base del examen de los documentos obrantes en autos y, en particular, de la orden de compra que identificaba las acciones adquiridas. Por otra parte, el tribunal examina si existía obligación contractual de asesoramiento por parte de Banif y, para ello, despeja el tipo de contrato celebrado. En este sentido, frente a la afirmación de la apelante de que se concertó un contrato de gestión asesorada de carteras de inversión, la Sentencia concluye que lo suscrito fue un contrato de depósito de valores (sobre las modalidades del contrato de gestión de carteras de inversión y su distinción respecto del depósito administrado de valores, v. nuestra monografía sobre *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Madrid, 1995, p. 91 y ss. y 163 y ss.), que no implicaba el deber de asesoramiento; deber que tampoco derivaba de las expresiones empleadas en los folletos comerciales aportados por la actora. Por otro lado, no procedía que el Banco sometiera a la cliente al test de conveniencia, puesto que no se trataba de un producto financiero complejo; ni al test de idoneidad, previsto para servicios de gestión discrecional de carteras y asesoramiento de inversiones (v. nuestra noticia sobre el «Desarrollo reglamentario de la normativa sobre empresas de servicios de inversión: el Real Decreto 217/2008», en esta *RDBB*, núm. 110, 2008, p. 260 y ss.).

Los datos anteriores, unidos al resultado de la prueba testifical de la demandante, que era empleada del Banco demandado, llevaron al tribunal a considerar que no se dieron los requisitos del error invalidante del consentimiento de la actora y, por lo tanto, a desestimar su acción de nulidad.

7. En tercer lugar, nos referimos a la Sentencia de la Sección 4.^a de la Audiencia Provincial de Asturias de 3 de mayo de 2011 (rec. 167/2011, JUR 2011/214814) que desestima el recurso de apelación interpuesto por Banco Banif, SA contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 10 de Oviedo de 17 de diciembre de 2010, que estimó la demanda instada por una cliente, declarando la nulidad de un contrato de compra de 60 bonos de un banco islandés de 1.000 € de valor nominal cada uno, condenando al Banco a restituir la cantidad invertida con sus intereses.

La acción entablada en la demanda era la nulidad de la orden de compra por error en el consentimiento de la cliente en cuanto que el Banco se presentaba como garante del resultado económico de la operación y no como simple intermediario. El recurso de apelación del Banco negaba la existencia de dicho error y afirmaba que, de existir, sería inexcusable y no tendría carácter esencial.

El tribunal considera que el error existió porque el Banco presentaba el producto como garantizado, sin precisar que dicha garantía se refería a su intervención como comercializador del producto; que aquel error fue esencial porque la garantía aparente

del Banco movió la voluntad de la cliente para adquirir los bonos del Banco islandés, por la sencilla razón de que no hubiera realizado tan exótica inversión de no haber contado con la garantía aparente del Banco español con quien contrataba; y que dicho error era excusable teniendo en cuenta la diligencia exigible a la demandante en el momento de contratar, vistas sus circunstancias personales.

8. En conclusión, el distinto signo de las tres Sentencias que comentamos en esta noticia —estimatorias y desestimatorias de las demandas de nulidad de los clientes— pone de manifiesto que, en esta «segunda fase» de reclamaciones derivadas de la crisis financiera iniciada en 2007, el conocimiento cada vez más preciso de la normativa del mercado de valores por parte de nuestros juzgados y tribunales les conduce a aquilatar en mayor medida la concurrencia o no de los requisitos del error invalidante del consentimiento de los clientes que adquieren productos financieros más o menos complejos. Y como el error es una circunstancia psicológica, los tribunales fijan su atención tanto en los documentos que han servido de base para que el cliente exprese su consentimiento como en las circunstancias subjetivas del cliente demandante, tomando en consideración su grado de cultura financiera.

Alberto Javier Tapia Hermida

2. LA NUEVA REGULACIÓN DEL DINERO ELECTRÓNICO: LEY 21/2011, DE 26 DE JULIO

El 27 de julio de 2011 se publicó en el BOE la Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico, que entró en vigor el pasado 28 de julio. El dinero electrónico se regulaba en nuestro ordenamiento por medio del art. 21 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (que incorporó la Directiva 2000/46/CE), que fue completado por el RD 322/2008, de 29 de febrero, sobre el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico. Como señala el preámbulo de la Ley 21/2011, se ha producido un desarrollo que aconseja una modificación del régimen para mejorar su efectividad práctica y para contribuir al desarrollo de este mercado. A nivel comunitario, esta tarea se concretó en la Directiva 2009/110/CEE, de 16 de septiembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las Directivas 2005/56/CE y 2006/48/CE y se deroga la 2000/46/CE. Por medio de la Ley 21/2011 se incorpora la mencionada Directiva 2009/110/CEE.

La Ley 21/2011 menciona sus tres objetivos. El primero, aumentar la precisión del régimen aplicable a la emisión de dinero electrónico, lo que conllevará una mayor seguridad jurídica. El segundo, eliminar determinados requisitos que pueden resultar

excesivamente onerosos y desproporcionados para las entidades de dinero electrónico. El tercero, coordinar el régimen con el de las entidades de pago. La Ley se compone de 23 artículos divididos en 6 Capítulos, una Disposición transitoria, otra derogatoria y trece Disposiciones finales.

La Ley comienza su Capítulo I con la determinación del ámbito de aplicación, definiendo el concepto legal de dinero electrónico en base a tres elementos: (i) valor monetario almacenado por medios electrónicos o magnéticos que represente un crédito sobre el emisor; (ii) que se emita al recibo de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago según se definen en el art. 2.5 de la ley de servicios de pago; y (iii) que sea aceptado por una persona física o jurídica distinta del emisor de dinero electrónico.

La emisión de dinero electrónico se configura como una actividad reservada a determinadas entidades. Con carácter general, a las entidades de crédito y a las de dinero electrónico constituidas y autorizadas conforme a lo dispuesto en la Ley. Con carácter limitado, a la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos, S.A., al Banco de España y a las Administraciones Públicas. Entre las novedades incorporadas por la Ley 21/2011 en su Capítulo II, destaca la posibilidad expresa de que las entidades de dinero electrónico realicen, además, otras actividades económicas, si bien sometidas a ciertas limitaciones. Con objeto de salvaguardar los fondos recibidos a cambio de dinero electrónico emitido, la Ley establece un sistema de garantías similar al de las entidades de pago.

El Capítulo III de la Ley se centra en analizar la actividad transfronteriza de las entidades de dinero electrónico así como los deberes de comunicación al Banco de España. El Capítulo IV prevé la posibilidad de que las entidades de dinero electrónico desarrollen funciones operativas acudiendo a colaboradores, debiendo ser las condiciones fijadas por vía reglamentaria. El Capítulo V aborda las normas generales de la emisión y reembolso de dinero electrónico. Por último, el Capítulo VI prevé las funciones de supervisión atribuidas al Banco de España, las infracciones y el régimen sancionador por el incumplimiento de la normativa.

La Ley contiene una Disposición transitoria aplicable a las entidades de dinero electrónico que hubieran sido autorizadas antes del 30 de abril de 2011. Así, estas podrán seguir emitiendo dinero electrónico conforme al régimen en que fueron autorizadas, si bien antes del 30 de octubre de 2011 deberán presentar ante la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la información pertinente a los efectos de analizar el cumplimiento de los requisitos establecidos en la Ley y, en caso de que no sea así, las medidas que hayan de adoptarse para garantizar el cumplimiento o, si procede, la revocación de la autorización.

Entre las disposiciones finales merece destacarse la primera, que modifica el art. 1 del RD Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, que enuncia las entidades de crédito y elimina de la lista el apartado f) *Las entidades de dinero electrónico*. La segunda, por la que se modifican determinados preceptos de la LMV en relación con el Comité Consultivo de la CNMV y con la supervisión de las empresas de servicios de inversión. La tercera, que modifica el art. 28.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito eliminando como actividad reser-

vada a estas entidades la de emitir dinero electrónico. Asimismo, la octava, por la que se modifica la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, incluyéndose entre las entidades a las que les es aplicable dicha Ley, las entidades de dinero electrónico.

Blanca Villanueva García-Pomareda

3. RESOLUCIÓN DEL ICAC SOBRE RELACIÓN ENTRE AUDITORES

La actuación del auditor de cuentas encargado de la verificación de las cuentas anuales de una sociedad sólo puede ser valorada de manera correcta cuando se contemplan las distintas circunstancias que pueden afectar a los aspectos principales de su labor. Son muchas las normas técnicas que se aprueban con respecto al desarrollo de esa actuación y entre ellas figuran las que se proyectan sobre la que se enuncia generalmente como «*relación entre auditores*». Con ese objeto, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) publicó la correspondiente Norma Técnica por medio de su Resolución de 25 de febrero de 2003. Esta materia se ha visto afectada por los cambios introducidos en la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas por la Ley 12/2010, de 30 de junio, haciendo necesaria una nueva Norma Técnica.

A ello responde la Resolución del ICAC de 27 de junio de 2011 (publicada en el BOICAC núm. 86, junio de 2011, pp. 46 y ss.), que resuelve las distintas hipótesis de relación entre auditores. Algunas de esas hipótesis parecen menos frecuentes, como la realización conjunta de un informe de auditoría de cuentas por más de un auditor independiente o la colaboración que un auditor requiere de otro colega a esos mismos efectos.

No sucede lo mismo con las situaciones que obligan a la relación entre auditores en la elaboración de cuentas de un grupo de sociedades. Es claro que tanto la elaboración de las cuentas individuales de las distintas sociedades que integran un grupo como la elaboración de las cuentas consolidadas reclaman una colaboración entre los distintos auditores que tienen que llevar a cabo esa verificación contable. La segunda hipótesis relevante es la del cambio de auditores, de manera que el nuevo auditor se encuentra con que las cuentas correspondientes a ejercicios precedentes fueron realizadas por otro auditor. En ambos casos, tienen que existir reglas que resuelvan la relación entre los auditores, no sólo para que tal relación funcione de manera adecuada a la satisfacción de los intereses generales que atiende la correcta verificación contable, sino también porque existe una necesidad fundamental a la hora de determinar el auditor que asume una responsabilidad principal frente a terceros. A éstas y otras muchas cuestiones da respuesta la Resolución comentada.

La nueva Norma Técnica es de aplicación a las auditorías contables a partir del 30 de junio de 2011, excepto en materia de cuentas consolidadas, que resultará aplicable a las auditorías correspondientes a ejercicios económicos iniciados a partir de 2 de julio de 2010.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

4. ORDEN EHA/2899/2011, DE TRANSPARENCIA Y PROTECCIÓN DEL CLIENTE DE SERVICIOS BANCARIOS

El Ministerio de Economía y Hacienda publicó el pasado 29 de octubre de 2011 la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios. Como recoge su artículo primero, la finalidad de la orden es garantizar el adecuado nivel de protección de los clientes de las entidades de crédito mediante la implantación de medidas de transparencia en la prestación de los servicios bancarios.

Las normas contenidas en la Orden Ministerial son normativa de ordenación y disciplina conforme a lo previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito y en la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, y su incumplimiento se sancionará de acuerdo con lo dispuesto en dicha legislación y, en su caso, en la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores.

El ámbito de aplicación de la norma se extiende a todos los servicios bancarios prestados por las entidades de crédito a sus clientes, existentes y potenciales, que sean personas físicas. En el caso de clientes que actúen en el ámbito de su actividad profesional o empresarial, las partes podrán excluir su aplicación, con la excepción de las normas relativas a los créditos y préstamos hipotecarios. A estos efectos, se entiende por servicios bancarios los servicios de caja, la captación de fondos reembolsables, la concesión de crédito o préstamo, los servicios de pago y las demás actividades previstas en el artículo 52 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, excepto las mencionadas en sus apartados h) a m).

La Orden Ministerial se estructura en tres Títulos: Título I («Disposiciones generales»), Título II («Depósitos») y Título III («Créditos, préstamos y servicios de pago»). A su vez, el Título III desarrolla cuatro capítulos: Capítulo I («Préstamo responsable»), Capítulo II («Normas relativas a los créditos y préstamos hipotecarios»), Capítulo III («Normas relativas a los créditos al consumo») y Capítulo IV («Normas relativas a los servicios de pago»).

En cuanto al régimen de las comisiones bancarias, se mantiene la libertad de pacto contractual y se recoge expresamente la obligación de que se correspondan con

servicios efectivamente prestados por la entidad y expresamente aceptados por el cliente. Desde el punto de vista informativo, las entidades deberán poner a disposición de los clientes un formato unificado que, conforme a los términos que determine el Banco de España, refleje las comisiones, los gastos y los intereses más habitualmente aplicados por las entidades de crédito. Dicha información estará a disposición de los clientes, gratuitamente, en cualquier momento y a través de los establecimientos comerciales de la entidad, sus páginas electrónicas y la página electrónica del Banco de España.

Por otra parte, inmediatamente antes de la prestación de un servicio bancario a través de un medio de comunicación a distancia, un cajero automático o un dispositivo similar, se deberá indicar al cliente, clara y gratuitamente, la comisión y los gastos aplicables al servicio, así como su derecho a desistir de la operación solicitada. Además, se deberá facilitar al cliente un número de teléfono para la resolución de incidencias. No obstante, si la entidad emisora del medio de pago es diferente de la entidad titular del cajero, se podrá sustituir esta información por el valor máximo de la comisión y demás gastos adicionales.

En cuanto a los descubiertos tácitos en las cuentas de depósito o excedidos en las cuentas de crédito que permitan las entidades de crédito, estas entidades deberán publicar, en los términos que determine el Banco de España, las comisiones, gastos y tipos de interés aplicables a estos supuestos. Estas condiciones serán de obligada aplicación, salvo que las partes hayan pactado contractualmente otros tipos inferiores.

En cada liquidación de intereses y comisiones practicada por las entidades, se deberá poner a disposición del cliente un documento de liquidación que recoja, con claridad, el tipo de interés aplicado, su tasa anual equivalente, las comisiones aplicadas (con indicación de su concepto, base y período de devengo) y cualquier otro gasto incluido, así como los impuestos retenidos. El Banco de España podrá establecer modelos normalizados de dichas liquidaciones.

Asimismo, las entidades de crédito deberán remitir a sus clientes durante el mes de enero de cada año una comunicación completa y detallada con las comisiones, gastos y tipos de interés aplicados a los servicios financieros prestados durante el año anterior. Estas comunicaciones se deberán ajustar al formato de documento unificado que determine el Banco de España y que, en todo caso, tendrá en cuenta las diferentes prácticas comerciales de cada entidad.

Respecto de la información precontractual, las entidades de crédito deberán facilitar gratuitamente al cliente toda la información que sea legalmente exigible para que, con suficiente antelación y antes de que el cliente se haya vinculado contractualmente, pueda comparar ofertas similares y adoptar una decisión informada. Por otro lado, es obligatoria la entrega del contrato por el que se formaliza el servicio, y la entidad deberá conservar dicho contrato, así como facilitar una copia del mismo al cliente que lo solicite.

Los contratos de servicios de captación de fondos reembolsables (especialmente depósitos) y los contratos de crédito o préstamo deberán recoger, en todo caso, el tipo de interés y tasa anual equivalente de la operación, la periodicidad y las fechas de

devengo y liquidación de intereses, las comisiones y gastos repercutibles, las normas sobre las fechas de valor aplicables, la duración del contrato y, en su caso, las condiciones de prórroga del mismo, los derechos y obligaciones que correspondan a la entidad para modificar los tipos de interés, comisiones o gastos y los derechos y obligaciones del cliente en los supuestos de cancelación o reembolso anticipado del depósito. Además, se deberán recoger las consecuencias para el cliente del incumplimiento de sus obligaciones, especialmente en los casos de impago de créditos o préstamos.

En general, en todos los contratos de duración superior a un mes en los que se permita la modificación unilateral de cualquiera de sus términos por la entidad se deberá comunicar al cliente el contenido exacto de la modificación o prórroga en un plazo no inferior a un mes indicando los derechos que, en su caso, le correspondan al respecto. En los supuestos de modificación del límite o de disposición de cantidades tras el incumplimiento de obligaciones por el cliente, dicha comunicación no podrá ser inferior a diez días. No obstante, las modificaciones que resulten más favorables para el cliente podrán ser de aplicación inmediata.

Por otro lado, las comunicaciones sobre los servicios prestados deberán reflejar, con fidelidad, los términos en los que se desarrollan, no podrán destacar ninguno de sus beneficios potenciales ocultando sus riesgos, deberán resultar suficientes para que el destinatario habitual del servicio pueda comprenderlo y no se podrá omitir información relevante. Dichas comunicaciones se deberán realizar en papel, formato electrónico u otro soporte duradero y deberán estar redactadas de forma clara y fácilmente comprensible, en castellano o en cualquiera de las lenguas oficiales de las Comunidades Autónomas o en otra lengua pactada entre las partes.

Las explicaciones que las entidades de crédito faciliten a los clientes sobre sus servicios financieros deberán ser adecuadas y suficientes para que, teniendo en cuenta las necesidades y la situación financiera del cliente, pueda comprender los términos esenciales del servicio y adoptar una decisión informada. Por su parte, el servicio de asesoramiento se deberá realizar en el mejor interés del cliente, basándose tanto en un análisis amplio de los servicios financieros disponibles en el mercado como en la situación financiera y personal del cliente, sus preferencias y sus objetivos. Dicho servicio de asesoramiento deberá ser remunerado de forma independiente, salvo que sea gratuito.

En los depósitos a la vista, las entidades deberán comunicar a los clientes, al menos con una periodicidad mensual, el extracto de todos sus movimientos con indicación de la fecha, concepto e importe de cada operación. Por su parte, en los contratos de depósitos estructurados o híbridos se deberá recoger, de forma explícita y clara, la obligación de la entidad de reembolsar el principal del depósito a su vencimiento, así como el tipo de interés nominal y la tasa anual equivalente de la remuneración total efectiva, teniendo en cuenta los efectos sobre la remuneración tanto del contrato principal como del derivado implícito.

Respecto de los contratos de financiación, la Orden Ministerial obliga a las entidades de crédito a evaluar la capacidad del cliente para cumplir con las obligaciones derivadas del crédito o préstamo. Dichas entidades deberán contar con procedimientos

internos específicamente desarrollados para realizar la evaluación de solvencia de los clientes de acuerdo con los requisitos previstos en la misma norma. Asimismo, las entidades deberán revisar periódicamente dichos procedimientos y mantener registros actualizados de las revisiones efectuadas.

Si la entidad de crédito rechaza la concesión de una operación de crédito o préstamo, por considerar insuficiente la solvencia del cliente basándose en ficheros de solvencia patrimonial y de crédito, deberá informar al cliente del resultado de su consulta y la suscripción de seguros de amortización no podrá sustituir, en ningún caso, la obligación de la entidad de evaluar la solvencia del cliente y su capacidad de pago.

En el caso de créditos o préstamos con garantía real, los criterios de la entidad para determinar la concesión o no de la financiación, su cuantía y el sistema de amortización deberán fundamentarse en la capacidad del cliente para cumplir con sus obligaciones de pago y no en el valor esperado de la garantía.

A efectos de esta Orden Ministerial, se entiende por préstamos y créditos hipotecarios aquellos formalizados por una persona física en los que la hipoteca recaiga sobre una vivienda habitual o cuya finalidad sea adquirir o conservar derechos de propiedad sobre terrenos o edificios construidos o por construir. En el marco de estas operaciones de crédito o préstamo hipotecario, la orden recoge expresamente las obligaciones de la entidad de crédito en la formalización de dichas operaciones, tanto en la fase precontractual como respecto del documento contractual.

En este sentido, la Guía de Acceso al Préstamo Hipotecario que elabore el Banco de España deberá estar gratuitamente a disposición de los clientes, en cualquier momento y a través de sus establecimientos, sus páginas electrónicas y la página electrónica del Banco de España. Por otra parte, en los canales de comercialización de este tipo de productos y, en todo caso, para aquellos clientes que soliciten este tipo de financiaciones, se deberá poner gratuitamente a su disposición la ficha de información precontractual («FIPRE») a la que se refiere el anexo 1 de la Orden Ministerial.

Asimismo, una vez el cliente haya indicado a la entidad sus necesidades de financiación y su situación financiera, la entidad deberá poner a disposición del cliente, gratuitamente, con la debida antelación y antes de que se vincule contractualmente, la ficha de información personalizada (modelo «FIPER» recogido en el anexo II de la Orden Ministerial). La finalidad de esta ficha es que el cliente pueda comparar los préstamos disponibles en el mercado y adoptar una decisión fundada sobre la contratación final.

En caso de que se comercialice cualquier sistema de cobertura del tipo de interés vinculado al préstamo, se deberá informar adicionalmente al cliente de la naturaleza del instrumento de cobertura, su duración y las condiciones de prórroga o renovación. Dependiendo de la naturaleza del instrumento, se deberá informar de la obligatoriedad del pago de una prima indicando su importe, las potenciales liquidaciones periódicas del instrumento y la metodología de cálculo del coste asociado a una cancelación anticipada en los distintos escenarios de tipos de interés.

En los préstamos en los que se establezcan límites a la variación de los tipos de interés, como las cláusulas suelo o techo, se deberá recoger un anexo a la ficha de información personalizada que detalle el tipo de interés mínimo y máximo aplicables

así como las cuotas de amortización mínima y máxima. Además, en los préstamos concedidos a tipo de interés variable, se adjuntará a la ficha de información personalizada un documento separado que refleje las cuotas de amortización periódicas en diferentes escenarios de evolución de los tipos de interés. A tal fin, se presentarán al cliente al menos tres cuotas de amortización calculadas conforme a niveles máximos, medios y mínimos que los tipos de referencia hayan presentado en los últimos quince años o en el plazo máximo disponible si éste es menor.

Los índices de referencia pactados en los contratos de préstamo a tipo de interés variable deberán cumplir las condiciones de que hayan sido calculados a coste de mercado sin posibilidad de influencia por la propia entidad (a través de acuerdos paralelos con otras entidades) y de que los datos que sirvan de base al índice hayan sido agregados conforme a un procedimiento matemático objetivo.

A estos efectos, se publicarán, mensualmente y con carácter oficial, los siguientes tipos de interés: el tipo medio de los préstamos hipotecarios a más de tres años concedidos por las entidades de crédito en España para la adquisición de vivienda libre, el tipo medio de los préstamos hipotecarios entre uno y cinco años concedidos por las entidades de crédito en la zona euro para la adquisición de vivienda libre, el tipo de rendimiento interno en el mercado secundario de la deuda pública de plazo entre dos y seis años, la referencia interbancaria a un año (Euribor), la permuta de intereses o *Interest Rate Swap* (IRS) al plazo de cinco años y el Mibor exclusivamente para los préstamos hipotecarios formalizados con anterioridad al 1 de enero de 2000. No obstante, los préstamos a interés variable referenciados a tipos de interés publicados con carácter oficial antes de la publicación de esta norma continuarán siendo aptos, y su completa desaparición se producirá transcurrido un año desde la entrada en vigor de la orden, siempre y cuando en dicho plazo se hubiese previsto el régimen transitorio aplicable a los préstamos afectados (Disposición transitoria única).

Manifestada la voluntad de las partes de contratar, realizada la tasación del inmueble y las correspondientes comprobaciones registrales, así como evaluada la capacidad financiera del cliente, la entidad deberá entregar una oferta vinculante al cliente que la haya solicitado. El plazo de validez de dicha oferta no podrá ser inferior a catorce días naturales y su contenido deberá ajustarse al modelo de ficha de información personalizada, especificando su naturaleza de oferta vinculante y plazo de validez. En cualquier caso, si la oferta se entrega al mismo tiempo que la ficha de información personalizada y su contenido coincide totalmente, se podrá facilitar al cliente un documento único.

En lo relativo al contrato de las operaciones de financiación con garantía hipotecaria, el cliente tiene derecho a examinar el proyecto de escritura pública en el despacho del Notario con una antelación mínima de tres días anteriores a su otorgamiento, plazo al que sólo podrá renunciar si el acto de otorgamiento de la escritura pública tiene lugar en la propia notaría. La escritura pública en la que se formalice el préstamo hipotecario deberá separar las cláusulas financieras del resto de cláusulas contractuales, y el contenido mínimo de dichas cláusulas se ajustará a la ficha de información personalizada.

Por su parte, los Notarios denegarán las operaciones que no cumplan con la legislación vigente, deberán informar al cliente del alcance de las obligaciones que asume y, en cualquier caso, deberán realizar las comprobaciones y advertencias a las que se refiere pormenorizadamente el artículo 30 («Acto de otorgamiento») de la Orden Ministerial.

En cuanto a la tasa anual equivalente de las financiaciones con garantía hipotecaria, su cálculo se realizará de acuerdo con la fórmula matemática prevista en el anexo V de la orden y determinará el coste total del préstamo, exceptuando los gastos derivados de un eventual incumplimiento del contrato por el cliente. El cálculo de dicha tasa anual equivalente se realizará partiendo de las premisas de vigencia del préstamo durante todo su plazo de validez y cumplimiento del contrato por ambas partes. Por otra parte, en los préstamos que permitan la modificación del tipo de interés o de los gastos aplicables, se computarán los tipos de interés y los gastos al momento de la firma del contrato.

En lo que respecta a la normativa aplicable a los créditos al consumo (Capítulo III) y de transparencia de los servicios de pago (Capítulo IV), la Orden Ministerial realiza una remisión expresa a la normativa aplicable en la materia y, en concreto, a la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo y a la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago.

No obstante, en lo no previsto en dicha normativa será de aplicación a los créditos al consumo lo dispuesto en los Títulos I y Capítulo I del Título III de la orden («disposiciones generales» y «préstamo responsable») y, en lo relativo a los servicios de pago, lo establecido en los artículos tres, ocho (excepto su apartado dos), diez y dieciséis sobre «comisiones», «comunicaciones al cliente», «asesoramiento» y «depósitos a plazo con garantía del principal».

La Orden Ministerial modifica el artículo 4.2 de la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago y entrará en vigor a los seis meses de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, con excepción de las normas relativas a los préstamos y créditos hipotecarios (Capítulo II del Título III, salvo su sección tercera) que entrarán en vigor a los nueve meses de su publicación en el Boletín Oficial del Estado (Disposiciones finales segunda y quinta).

Desde su entrada en vigor, quedarán derogadas la Orden de 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito, la Orden de 5 de mayo de 1994 sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios y la Orden PRE/1019/2003, de 24 de abril, sobre transparencia de los precios de los servicios bancarios prestados mediante cajeros automáticos. Por último, la Orden de 27 de octubre de 1962, por la que se regula provisionalmente la tramitación de los expedientes y asuntos en materia de banca oficial y privada y cajas de ahorro, ha quedado derogada desde el día siguiente a la publicación de esta orden en el Boletín Oficial del Estado (Disposición derogatoria única).

Alejandra Martínez Pérez-Espinosa

5. NORMATIVA FRANCESA RELATIVA A LOS ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS Y A LA GESTIÓN DE ACTIVOS

El pasado 1 de agosto de 2011, el Ministro francés de economía, finanzas y de la industria presentó la Orden núm. 2011-915, relativa a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y a la modernización del marco jurídico de la gestión de activos.

La citada Orden, tomando su fundamento en el art. 33 la Ley núm. 2010/1249, de 22 de octubre de 2010, de regulación bancaria y financiera, por la que se autoriza al Gobierno a publicar las medidas relevantes para la transposición de la Directiva núm. 2009/65/CE de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (en adelante, Directiva OICVM), está destinada a modernizar el marco jurídico francés en materia de gestión de activos, así como a reforzar la protección de los inversores y la competitividad de sus productos y actores.

Con la pretensión de tales objetivos, en primer término, la citada Orden procede a regular la comercialización transfronteriza de las participaciones y acciones en aras de establecer una coordinación que facilite en el plano comunitario las condiciones de competencia entre los organismos y que consiga una protección más eficaz y uniforme de los inversores.

De esta forma, el art. 1 de la Orden francesa permite la comercialización de las participaciones y acciones de una institución de inversión colectiva de otro Estado miembro constituida con arreglo a la Directiva OICVM, en territorio francés, supeditándolo a un procedimiento de notificación previo a la autoridad competente de su Estado miembro de origen que deberá de ser remitido a la autoridad competente del Estado de acogida, esto es, a la *Autorité des marchés financiers* y sin que la autorización de este último sea necesaria. Además tal autoridad no podrá oponerse a que la institución de inversión colectiva tenga acceso a su mercado, ni estará facultada para cuestionar la autorización otorgada por la autoridad competente del Estado de origen. En sentido recíproco, y de esta forma pues, al tenerle que ser permitido a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios franceses constituidos con arreglo a la Directiva OICVM, la comercialización de sus participaciones o acciones en otros Estados miembros de la Unión Europea o del espacio económico europeo, desde el art. 2 de la comentada Orden, se viene a establecer el procedimiento a seguir por el que deberá transmitirse previamente a la *Autorité des marchés financiers* un expediente de notificación en el que se precisen particularmente las modalidades previstas para la comercialización de estas participaciones o acciones en el Estado de acogida.

En segundo lugar, en aras de adaptar al ordenamiento jurídico francés las normas mínimas comunes en lo relativo a autorización, supervisión, estructura y actividad de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios previstas en la Directiva OICVM con el objetivo de aproximar el plano comunitario para conseguir un buen funcionamiento, unas adecuadas condiciones de competencia y una protección más eficaz y uniforme de los inversores, desde el art. 3 de la comentada Orden se viene a establecer:

- El reconocimiento como autoridad competente en lo relativo a la constitución, transformación o la liquidación de un organismo de inversión colectivo en valores mobiliarios a la *Autorité des marchés financiers* (art. 3.1).
- El régimen general de las SICAV, creadas sobre la forma de sociedad por acciones simplificadas, y de los fondos de inversión colectiva, que deberán estar constituidos a iniciativa de una sociedad de gestión, encargada de su gestión, y que escogerá a un depositario de activos de fondos (art. 3.2).
- La regulación de las obligaciones de la sociedad de gestión, del depositario, de la entidad responsable de la centralización de las órdenes de suscripción o de rescate y del interventor de cuentas (art. 3.3).
- Las condiciones de liquidación de un organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios con la finalidad de que resulten de aplicación de un modo semejante a efectos de no hacerlo depender de la distinta forma jurídica que pueden presentar las mismas (art. 3.3 *in fine*).
- Las reglas de funcionamiento de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. En este ámbito, la principal modificación viene referida a las cantidades distribuibles en tanto que las instituciones de inversión colectiva francesas pueden distribuir el resultado neto aumentado, el saldo de nuevo y sobreestimado o disminuido del saldo de la cuenta de regularización de las rentas, así como las plusvalías realizadas y netas de gasto disminuidas de las minusvalías realizadas y netas de gasto y comprobadas en el curso del ejercicio (art. 3.4).
- Las reglas de inversión de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, al establecerse la lista de títulos financieros que se pueden elegir para la composición de su activo. En este punto, es necesario señalar que la noción de valor mobiliario que establece la Directiva OICVM es más restrictiva que la del Derecho francés, lo que ha hecho necesario que se tenga que recurrir a otra denominación («*titres financiers éligibles*») (art. 3.5).
- La autorización tanto de la estructura de tipo principal-subordinado en la que el organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios principal y el subordinado estén establecidos en el mismo Estado miembro, como aquella otra en la que cada uno de ellos esté establecido en un Estado miembro diferente. Igualmente también se vienen a permitir y reconocer las fusiones transfronterizas entre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios situados en diferentes Estados miembros (art. 3.6).
- La incorporación en el Derecho francés de las obligaciones relativas a la información que debe proporcionarse a los inversores establecidas por la Directiva OPCVM. De esta forma, se insta a la sociedad gestora de fondos de inversión y a la sociedad de gestión, para cada uno de los organismos de colocación colectiva en valores mobiliarios que ésta administra, para que tengan que publicar sin gastos a los inversores que lo piden un prospecto, que comprende particularmente los estatutos de la sociedad gestora de fondos de inversión o el reglamento del fondo mutuo de inversión, un informe anual

por ejercicio y un informe semestral que cubre los seis primeros meses del ejercicio (art. 3.7).

El tercer ámbito de acción en el que centra su labor la comentada Orden francesa viene referido a la regulación de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios que no son aceptados conforme a la Directiva OICVM. En este sentido, desde la segunda subsección del art. 3 de la Orden francesa se viene a:

- Enunciar las disposiciones comunes que les resultan de aplicación, particularmente la posibilidad de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios coordinados de constituirse bajo la forma de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios que dedican y reservan la suscripción de sus participaciones o acciones a veinte inversores o más o a una categoría de inversores definida dentro de su prospecto.
- Indicar las disposiciones relativas a los fondos de inversión colectiva de riesgo (FCPR), los fondos de inversión colectiva de la innovación (FCPI), los fondos de inversión de proximidad (FIP), así como a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios destinada a todo suscriptor, que se reagrupan con vocación general, y a la unión de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios no coordinadas.
- Exponer las reglas relativas a la aceptación y reserva de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios para ciertos inversores, es decir, con reglas de inversión aliviadas y otras de fondos alternativos.
- Regular los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios reservados a ciertos inversores, es decir, las de tipo contractual, los fondos de inversión colectiva a riesgo contractual y los fondos de inversión colectiva a riesgo de procedencia aliviada.
- Recuperar las medidas concernientes a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios de ahorradores de salarios que reagrupan los fondos de inversión colectiva de empresas y las SICAV del accionariado asalariado.

Por último, el cuarto ámbito de acción de la Orden comentada viene a precisar las reglas aplicables a las sociedades de gestión autorizadas por sus Estados miembros de origen para ejercer en territorio francés la actividad a que se refiera su autorización. Igualmente, y en sentido recíproco, se configura para las sociedades de gestión francesas un pasaporte que les permita administrar organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios situados en otro Estado miembro, ya sea estableciendo una sucursal o en virtud de la libre prestación de servicios (arts. 5 a 10).

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda

6. INFORME DE LA SEC DE SEPTIEMBRE DE 2011 SOBRE LAS AGENCIAS DE RATING

1. La circunstancia de que las principales agencias de calificación crediticia o agencias de rating tengan su sede en los EE.UU. y, por lo tanto, estén supervisadas originariamente por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) otorga un especial interés al Informe publicado en septiembre de este año 2011 por la Oficina Técnica de la SEC sobre el examen de la actuación de las *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO) —término con el que se denomina a las agencias de rating en el Derecho estadounidense— en el periodo de 1-12-2009 a 1-8-2010 para comprobar en qué medida se han adaptado a los nuevos deberes establecidos por la *Dodd-Frank Act* de 2010 (v. nuestra noticia sobre «La nueva regulación de las agencias de calificación crediticia en los EE.UU.», en esta *RDBB*, núm. 119, 2010, pp. 344 y ss.) en cumplimiento del mandato contenido en la Sección 15E(p)(3)(C) de la *Securities Exchange Act* de 1934, en su redacción vigente («2011 *Summary Report of Commission Staff's Examinations of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization. As Required by Section 15E(p)(3)(C) of the Securities Exchange Act of 1934*». Septiembre de 2011).

2. Según decimos, el interés de este Informe es particularmente relevante en Europa, donde comprobamos que las recientes rebajas de las calificaciones de la deuda soberana de determinados países por alguna de esas agencias radicadas en EE.UU. sigue produciendo efectos fatales sobre su solvencia (en este sentido, cabe remitirse a la noticia publicada en *Expansión* el 5-10-2011, p. 24, titulada «Moody's no se cree el plan de ajuste de Italia y rebaja su rating tres escalones»), y donde también podemos observar que la última consulta pública de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM/ESMA) se refiere, entre otros extremos, a la promoción de la competencia en el sector, planteando como alternativa la creación de una gran agencia de rating europea, pública o privada (a esta cuestión se refería el Presidente de la CNMV, Julio Segura, en la «Clausura del Seminario sobre Agencias de Rating organizado por la CNMV», de 20 de septiembre de 2011, disponible en la página web de la CNMV).

3. El Informe de la Oficina Técnica de la SEC comienza con una síntesis de la regulación de estas NRSROs en los EE.UU. que parte de la *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006 que reformó la Sección 17 de la *Securities Exchange Act* de 1934 para otorgar a la SEC poderes de supervisión y registro sobre las NRSROs, advirtiendo la Sección 15 que la SEC tiene prohibido regular la sustancia de las calificaciones crediticias o los procedimientos y metodologías por las que las NRSROs determinan aquellas calificaciones (v. nuestra monografía sobre *Las Agencias de Calificación Crediticia. Agencias de Rating*, Madrid, 2010, pp. 79 y ss.). El Informe se refiere después a las Reglas adoptadas por la SEC en 2007 y 2009 y acaba aludiendo a la *Dodd-Frank Act* que reformó la Sección 15E de la *Securities Exchange Act* de 1934 para reforzar la regulación y supervisión de las NRSROs, imponiéndoles nuevos requisitos de información, transparencia y examen, para cuya implementación la SEC adoptó nuevas Reglas, detalladas en el Informe. En concreto, aquella Sección exige a la Oficina Técnica de la SEC que haga un examen anual de determinados extremos de las NRSROs como son: si desarrollan su negocio de acuerdo con las políticas, procedi-

mientos y metodologías de rating que han publicado, la gestión de los conflictos de interés, la ejecución de las políticas fiduciarias, los controles internos, su gobierno corporativo, las actividades del «compliance officer», el procesamiento de las reclamaciones y la implementación de las políticas referidas a las actividades de los empleados una vez que abandonan la Agencia.

4. A continuación, el Informe describe el mercado de las NRSROs identificando diez agencias, entre las que están las tres más conocidas a nivel global, que son Moody's y S&P, que realizan más de un millón de calificaciones cada una, así como Fitch, que realiza aproximadamente 500.000 calificaciones. Además, el Informe ofrece un cuadro detallado del número de calificaciones que emite cada NRSROs, clasificadas en 5 categorías que se refieren a instituciones financieras, compañías de seguros, emisores corporativos, emisores de instrumentos de titulización y emisores públicos.

5. La parte fundamental del Informe es el Sumario de Conclusiones Fundamentales del examen de las NRSROs en el período de revisión que fue del 1 de diciembre de 2009 al 1 de agosto de 2010. Estas Conclusiones se exponen agrupando las NRSROs en dos grandes grupos: el primero está integrado por las tres grandes agencias (Moody's, S&P y Fitch) y el segundo por las siete restantes de menor tamaño. Dichas Conclusiones se estructuran en tres apartados:

a) Primero, un apartado dedicado a recoger cuatro observaciones generales, que son: las NRSROs tienden a incrementar el empleo del modelo de negocio de pago de sus calificaciones por los emisores («issuer-pay business model»), las NRSROs se han sometido a los nuevos requisitos regulatorios, cada una de las tres grandes NRSROs han hecho cambios para mejorar su operativa desde los exámenes realizados por la SEC en 2007-2008 y dos de las pequeñas han cambiado de titularidad en fechas recientes.

b) En segundo lugar, el Sumario dedica un apartado a las áreas del negocio de las NRSROs que debe revisar la SEC conforme a la Sección 15E(p)(3)(C) de la *Securities Exchange Act* de 1934, que son:

- El grado de seguimiento por las NRSROs de las políticas, procedimientos y metodologías publicadas. En este punto, la Oficina Técnica de la SEC concluye que una de las grandes NRSROs no ha seguido su metodología para calificar algunos valores de titulización, que una de las pequeñas NRSROs ha sido reticente en publicar los cambios en su metodología de calificación de algunos valores de titulización, que dos de las pequeñas NRSROs han tenido carencias notables en seguir las políticas y procedimiento previstos para su comité de revisión de las acciones de calificación y que todas las NRSROs han mostrado fallos en el seguimiento de sus procedimientos de calificación en algunos aspectos.
- La gestión que hacen las NRSROs de sus conflictos de intereses, donde se concluye que dos de las pequeñas NRSROs han mostrado debilidades en relación con sus políticas y procedimientos de tenencia de valores por sus empleados, que dos de las grandes NRSROs no tienen políticas y procedi-

mientos específicos para gestionar los conflictos de intereses que plantean emisores que son al tiempo accionistas significativos de las NRSROs, que tres de las pequeñas NRSROs que aplican fundamentalmente el modelo de pago por los suscriptores («subscriber-pay business model») han mostrado debilidades en sus políticas y procedimientos de gestión de los conflictos de intereses con dichos suscriptores, que dos de las pequeñas NRSROs también han mostrado debilidades en sus políticas y procedimientos de gestión de los conflictos de intereses derivados de la prestación de algunos servicios accesorios y que una de las pequeñas NRSROs tiene establecidas barreras débiles para prevenir los conflictos de intereses derivados de la prestación de servicios auxiliares por sus analistas y empleados.

- La ejecución de políticas fiduciarias. En este aspecto, la Oficina Técnica de la SEC constata que gran parte de las políticas y procedimientos que tienen establecidos las NRSROs en este punto afectan al resto de áreas, por lo que se remite a los apartados respectivos.
- Los controles de supervisión interna, donde se concluye que tres de las pequeñas NRSROs muestran debilidades en dichos controles y que una de las grandes y tres de las pequeñas NRSROs muestran debilidades en los procedimientos de publicación de las acciones de calificación pendientes.
- El gobierno corporativo de las NRSROs, donde la Oficina Técnica de la SEC ha detectado debilidades en la implementación de los mandatos sobre estructura y responsabilidades de los consejos de administración y donde ha hecho recomendaciones al respecto.
- El director de cumplimiento designado («Designated Compliance Officer», DCO) por cada NRSRO, donde se concluye que una de las grandes NRSROs debe mejorar la estabilidad y claridad y funciones del DCO, que cuatro de las pequeñas NRSROs no confieren suficientes medios ni apoyan suficientemente la labor de su DCO y que una de las pequeñas NRSROs no es capaz de garantizar que su DCO desarrolle sus funciones de forma eficaz.
- Las reclamaciones, donde se constata que, aun cuando todas las NRSROs tienen establecidas políticas y procedimientos de tramitación de dichas reclamaciones, la corta experiencia en el periodo examinado no permite llegar a conclusiones significativas.
- Las políticas de control de la actuación de los antiguos empleados de las NRSROs que pasen a formar parte de un emisor, asegurador, originador o cualquier otra entidad implicada en la emisión de los valores calificados. En este punto, se detectan debilidades en las políticas escritas para prevenir los conflictos de intereses y demás prácticas irregulares.

c) En tercer lugar, el Sumario de Conclusiones Fundamentales contiene algunas otras observaciones sobre el hecho de que una de las pequeñas NRSROs presenta una política de transparencia incompleta y engañosa, que otra de las pequeñas NRSROs no es capaz de justificar las asignaciones de sus calificaciones crediticias y que las políticas de transparencia de las siete pequeñas NRSROs deberían ser mejoradas.

6. En conclusión, estamos ante un documento que, al reflejar las conclusiones, observaciones y recomendaciones que hace la Oficina Técnica de la SEC a resultados del examen del sector de las NRSROs, tiene un enorme interés tanto directo, porque el mercado estadounidense es sin duda el más desarrollado en materia de agencias de calificación; como indirecto para los países europeos porque la práctica totalidad de calificaciones relevantes de la deuda privada y de la deuda soberana se efectúa por las tres grandes agencias (Moody's, S&P y Fitch) que, al estar domiciliadas en los EE.UU., se someten a la supervisión originaria de la SEC. Los efectos transcendentales que han tenido estas calificaciones para la Economía e incluso para la Política de los principales Estados comunitarios recomiendan prestar una atención especial a estos aspectos técnicos de la actividad de las agencias de rating que las emiten.

Alberto Javier Tapia Hermida

7. AUDITOR Y COMITÉ DE EMPRESA

Las dudas interpretativas que suscitan algunos textos legales han llevado al Consejo de Auditores de cuentas francés a emitir un Informe en el que se cuestiona cuáles son los deberes de los auditores en relación con los comités de empresa (Informe de 8 de junio de 2011, <www.h3c.org/textes/Deliberation_2011-08.pdf>). Concretamente, se plantean en dicho informe dos cuestiones. La primera se refiere a si los auditores deben poner en marcha los mecanismos de alerta cuando en el ejercicio de sus funciones constataran la existencia de hechos que pudieran poner en peligro la continuidad de la explotación del comité de empresa. Los textos legales actualmente vigentes no contemplan expresamente esta cuestión. Las funciones de los auditores de cuentas, salvo disposición en contrario, vienen determinadas por lo dispuesto en el capítulo Segundo del Libro VIII del Código de comercio. Dichas disposiciones legales no prevén que los auditores de un comité de empresa deban iniciar un procedimiento de alerta cuando concurren las circunstancias para ello. Los referidos preceptos señalan que dichas obligaciones sólo se contemplan, cuando se alcanzan determinados umbrales, para el supuesto de las personas jurídicas de derecho privado (civil) que ejercen una actividad económica (en concreto, las personas jurídicas que se mencionan en el artículo 612-1 Código de Comercio). La cuestión que se plantea es si debe entenderse que los comités de empresa están sujetos a las normas del procedimiento de alerta previstas en el artículo 612-3 L del código de comercio francés para las sociedades civiles que desarrollan una actividad económica. Teniendo en cuenta las dificultades interpretativas de los textos legales, el Consejo estima que debe reflexionarse sobre esta cuestión en colaboración con los poderes públicos con vistas a clarificar los aspectos señalados.

La segunda cuestión que aborda el Consejo de Auditores de cuentas es si corresponde a los auditores (cuando se trate de una entidad que tenga un comité de empresa)

proceder a la aprobación del balance de ese comité conforme a lo establecido en el artículo R. 2323-37 del Código de Trabajo. El análisis de esta problemática requiere que se aborde también la naturaleza de los deberes de los auditores en relación con la función de control legal que se les confía.

La lectura conjunta de los artículos L.2323-8 y R.2323-37 del Código del Trabajo revela que el auditor que aprueba el balance del comité de empresa es el auditor de cuentas de la entidad lo que, sin duda, plantea un problema de conflicto de interés.

El Consejo de Auditores de cuentas señala en su Informe la existencia de lagunas legales en relación con las modalidades de ejercicio de esta función y su articulación con respecto a la función de certificación de las cuentas que realiza el auditor de cuentas del comité de empresa. Por todo ello se aconseja que se siga estudiando la cuestión.

Isabel Fernández Torres

8. TRIBUNAL CONSTITUCIONAL Y CAJAS DE AHORROS

Se han publicado en el BOE de 11 de octubre de 2011 dos Sentencias del Tribunal Constitucional que se ocupan de la regulación de las cajas de ahorros (STC 138/2011 y STC 139/2011, ambas de 14 de septiembre de 2011). El interés de estas Sentencias se ha visto reducido por la consiguiente pérdida de importancia de las cajas de ahorros como consecuencia del proceso de reestructuración que ha hecho que se reduzca su número de una manera sustancial y que la mayor parte de ellas hayan pasado a operar como entidades de crédito de manera indirecta, a través de bancos, o que incluso muchas de ellas hayan perdido ya el propio estatuto de entidad de crédito.

Los recursos se refieren al análisis de la eventual inconstitucionalidad de disposiciones relativas a las cajas de ahorros e insertadas en la llamada Ley Financiera, es decir, la lejana Ley 44/2002, de 22 de noviembre. Un primer recurso fue interpuesto por el Grupo Parlamentario Socialista y fue parcialmente estimado, lo que se traduce en la declaración de que las Comunidades Autónomas son competentes en los términos recogidos en sus Estatutos de autonomía en materia de organización interna de las cajas de ahorros fundadas por la Iglesia católica. Estamos ante una materia con un alcance limitado y podría llegar incluso a decirse que anecdótico, dado que algunas de esas cajas se han visto implicadas en las operaciones señaladas al inicio de esta nota. La segunda Sentencia se refiere al recurso presentado por el Gobierno de la Comunidad Autónoma de Andalucía y en el que se señala que se ha producido la pérdida de objeto del recurso en relación con determinadas disposiciones legales objeto del recurso de inconstitucionalidad y se desestima en todo lo demás.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

9. REFORMA DE LA LEY DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA POR LA LEY 31/2011

1. Antecedentes y características generales de la Ley 31/2011

El régimen legal de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) está contenido en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre (LIIC) (v. nuestro estudio sobre «La Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Una aproximación general a su contenido», en esta *RDBB*, núm. 93, 2004, pp. 175 y ss.), que había sido reformada en diversas ocasiones (por la Ley 25/2005, por la Ley 5/2009 y por la Ley 2/2011). Esta LIIC ha sido objeto de desarrollo reglamentario, en primera instancia, por el Reglamento aprobado por el RD 1309/2005 (RIIC) (v. nuestra noticia «El nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva de 2005», en esta *RDBB*, núm. 101, 2006, pp. 252 y ss.), que ha sido modificado en numerosas ocasiones tanto para precisar su contenido (v. nuestras noticias sobre «Desarrollos reglamentarios de las Instituciones de Inversión Colectiva en materias de contabilidad, inversiones, hechos relevantes y sociedades gestoras», en esta *RDBB*, núm. 109, 2008, pp. 315 y ss.; sobre las «Novedades reglamentarias en la regulación de los activos aptos para la inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva Financieras: La Orden EHA/888/2008», en esta *RDBB*, núm. 110, 2008, pp. 287 y ss.; sobre las «Novedades reglamentarias en la regulación de los depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva: La Orden EHA/596/2008», en esta *RDBB*, núm. 110, 2008, pp. 291 y ss.; sobre los «Desarrollos reglamentarios sobre las Instituciones de Inversión Colectiva en el segundo semestre del año 2008», en esta *RDBB*, núm. 112 2008, pp. 186 y ss.), como para desarrollar el régimen de nuevos tipos de IIC (v. nuestras noticias sobre el «El desarrollo reglamentario de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (los denominados “hedge funds”)», en esta *RDBB*, núm. 102, 2006, pp. 290 y ss.; sobre la «Reforma del régimen reglamentario de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (los denominados “hedge funds”) por el Real Decreto 362/2007», en esta *RDBB*, núm. 106, 2007, pp. 195 y ss., y sobre las «Novedades reglamentarias en la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias», en esta *RDBB*, núm. 110, 2008, pp. 279 y ss.). Por otro lado, el RIIC ha sido desarrollado mediante diversas Órdenes del Ministerio de Economía y Hacienda y Circulares de la CNMV (v. nuestras noticias sobre «La Circular 3/2006 de la CNMV sobre folletos explicativos de las Instituciones de Inversión Colectiva», en esta *RDBB*, núm. 105, 2007, pp. 202 y ss. y sobre la «Circular y Comunicación de la CNMV sobre categorías de Instituciones de Inversión Colectiva y sobre fondos de inversión clónicos», en esta *RDBB*, núm. 115, 2009, pp. 219 y ss.).

En el BOE núm. 240 del pasado 5 de octubre de 2011 se ha publicado la Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Estamos ante la reforma más amplia y profunda del régimen legal de estas IIC desde la publicación de la Ley de 2003. Esta Ley 31/2011, que entró en vigor el 6 de octubre de 2011 (DF 8.^a), consta de un único artículo que modifica numerosos preceptos de la Ley 35/2003 en aspectos fundamentales de los que nos ocuparemos a continuación. La finalidad fundamental de esta Ley

35/2011 consiste en incorporar los mandatos armonizadores contenidos en dos Directivas: en primer lugar, la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. En segundo lugar, el motivo de la Ley 31/2011 consiste en reflejar las competencias de supervisión sobre este tipo de organismos que atribuyó a la Autoridad Europea de Valores y Mercados la Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados) (v. nuestro estudio «El Sistema Europeo de Supervisión Financiera», en esta *RDBB*, núm. 121, 2011, pp. 9 y ss.).

2. Comercialización y gestión transfronteriza de las IIC

El primer objetivo de la Ley 31/2011 consiste en facilitar la internacionalización comunitaria de nuestras IIC y en particular de nuestros fondos de inversión. Para ello, modifica la LIIC en dos sentidos:

a) Simplifica la comercialización transfronteriza intracomunitaria de las acciones y participaciones de las IIC de tal manera que modifica la actual regulación, que exige, con carácter previo, informar a la autoridad competente del Estado miembro de origen y presentar una documentación ante la autoridad competente del Estado miembro de acogida; y la sustituye por un nuevo régimen en el que aquella comercialización requerirá únicamente que la autoridad competente del Estado miembro de origen compruebe que la IIC cumple los requisitos necesarios para vender sus acciones o participaciones a inversores de Estados comunitarios distintos y que las autoridades competentes implicadas se notifiquen entre ellas la solicitud de la sociedad gestora de la IIC. Para ello, desde el punto de vista técnico, se modifica el art. 15, que regula la comercialización en España de acciones y participaciones de IIC extranjeras, comunitarias y extracomunitarias (los «movimientos de entrada»); y el art. 16, que regula la comercialización de acciones y participaciones de IIC españolas en el ámbito de la Unión Europea (los «movimientos de salida»).

b) Extiende los efectos del pasaporte comunitario a la gestión de fondos de inversión de tal modo que, desde la entrada en vigor de la Ley 31/2011, las sociedades gestoras españolas podrán gestionar los fondos de inversión domiciliados en otros Estados miembros de la UE; y las sociedades gestoras de otros Estados miembros de la UE podrán gestionar fondos españoles. Para ello, se modifica la redacción del art. 54 de la LIIC, que regula la actuación transfronteriza de las sociedades gestoras autorizadas en España (los «movimientos de salida»), y del art. 55 de la LIIC, que regula la actuación en España de las sociedades gestoras autorizadas en otros Estados miembros de la UE (los «movimientos de entrada»). En ambos casos, bien a través del establecimiento de una sucursal o mediante la libre prestación de servicios.

3. Protección del inversor en las IIC

El segundo objetivo de la Ley 31/2011 es potenciar la protección del inversor en las IIC en dos sentidos:

a) Primero, fortaleciendo los mecanismos de cooperación, consulta e intercambio de información entre las autoridades supervisoras competentes. En este sentido, es manifiesto que, si a la necesidad de cooperación entre autoridades puesta de manifiesto por la crisis financiera añadimos la potenciación de la comercialización y gestión transfronteriza de las IIC, es imprescindible que la CNMV potencie sus facultades de supervisión tanto de IIC españolas que operen en otros Estados comunitarios como de IIC comunitarias que comercialicen sus acciones y participaciones en España, así como sus facultades de cooperar con otras autoridades competentes e intercambiar y divulgar información, respetando el secreto profesional. Para ello, la redacción del art. 71 de la LIIC que hasta ahora regulaba la supervisión por la CNMV de IIC ubicadas en otros Estados miembros de la UE se multiplica por 5 preceptos —numerados del 71 al 71 quinquies— que se ocupan de la supervisión por la CNMV de entidades de otros Estados miembros, de la supervisión por la CNMV de IIC comunitarias que comercialicen sus acciones o participaciones en España y de IIC españolas que comercialicen sus acciones o participaciones en otros Estados miembros de la UE, de la cooperación transfronteriza entre autoridades competentes, de la divulgación de la información y del intercambio de información y secreto profesional.

b) Segundo, la protección del inversor se fortalece incorporando el nuevo «documento con los datos fundamentales para el inversor» que sustituye al anterior folleto simplificado, según el diseño por la Directiva 2009/65/CE. Este nuevo documento informativo persigue dos finalidades: la primera es la armonización completa dentro de la UE para que sean comparables los fondos y las sociedades armonizados que estén radicados en cualquier Estado miembro. Y la segunda es presentar la información de una forma abreviada y fácilmente comprensible para el inversor. Para ello, se modifica la redacción de los arts. 17 y 18 de la LIIC que regulan, respectivamente, los documentos informativos que deben publicar las IIC y, en general, la información que dichas IIC deben suministrar a sus partícipes y accionistas y al público en general, así como las necesarias referencias a aquellos documentos que debe tener toda publicidad que contenga una invitación a comprar acciones o participaciones de una IIC. En particular, procede destacar el nuevo documento con los datos fundamentales de la IIC que debe informar de forma concisa, en lenguaje no técnico y fácilmente analizable y comprensible para el inversor medio sobre su identificación, sus objetivos y política de inversión, sus rendimientos históricos o escenarios de rentabilidad, sus costes y gastos asociados y su perfil de riesgo/remuneración de la inversión. Desde el punto de vista jurídico, el art. 17.3 de la LIIC señala que los datos fundamentales para el inversor recogidos en aquel documento se considerarán información precontractual, y añade que únicamente se incurrirá en responsabilidad civil como consecuencia de dichos datos o de su posible traducción cuando sean engañosos, inexactos o incoherentes en relación con las partes del folleto correspondientes.

4. Potenciación de la competitividad internacional de las IIC españolas

El tercer objetivo de la Ley 31/2011 es potenciar la competitividad internacional de las IIC españolas reduciendo cargas administrativas y flexibilizando los procedimientos a los que están sometidas. En particular, se ha querido mejorar la capacidad de captación de inversión de las IIC españolas, que desde hace tiempo se venían quejando por sufrir algunas limitaciones operativas que las IIC extranjeras no padecían y que les colocaba en mejor posición a la hora de atraer la inversión tanto española como extranjera. Para ello, se han modificado los dos aspectos siguientes de la LIIC:

a) Primero, se permite la utilización de cuentas globales para la comercialización en España de fondos de inversión domiciliados en nuestro país y, para ello, se modifica el apartado 3 del art. 40 de la LIIC, que permite que las sociedades gestoras españolas comercialicen acciones o participaciones de IIC como una actividad adicional que puede realizarse directamente, mediante agentes o apoderados o mediante otras sociedades gestoras y entidades autorizadas para la prestación de servicios de inversión. En este último supuesto, las participaciones de los fondos deberán figurar en el registro de partícipes de la sociedad gestora a nombre de cada partícipe o, de forma alternativa, encomendando la llevanza del registro centralizado de partícipes a una tercera entidad. Esta regulación se completa con la Disposición Final Primera de la Ley 31/2011, que establece el procedimiento de comercialización de fondos de inversión regulados por la LIIC a través de cuentas globales.

b) Segundo, la competitividad de nuestra industria de IIC se potencia permitiendo que puedan ceder en garantía parte de los activos incluidos en su patrimonio, lo que mejora sus posibilidades de financiación, especialmente mediante acuerdos marco de compensación contractual. Para ello, se modifica el apartado 6 del art. 30 de la LIIC estableciendo los requisitos legales necesarios para que las IIC puedan excluir la prohibición general de que los valores y activos de su cartera se pignoren o constituyan otro tipo de garantía.

5. Modificaciones estructurales de las IIC

La Ley 31/2011 reforma extremos relevantes de las modificaciones estructurales de las IIC, en consonancia con lo dispuesto en la Ley 3/2009. En particular, afecta al régimen de la transformación (artículo 25), de la fusión (artículo 26) y de la escisión (artículo 27), donde se remite expresamente a aquella Ley 3/2009 como normativa supletoriamente aplicable. La reforma afecta, asimismo, al régimen de traspaso de participaciones o acciones que desee efectuar el partícipe o accionista entre varias IIC o entre varios compartimentos de una misma IIC (artículo 28).

6. Régimen sancionador

Las numerosas modificaciones que la Ley 31/2011 introduce en la LIIC imponen una nueva redacción de los catálogos de tipos de infracciones muy graves y de infracciones graves contenido en los artículos 80 y 81 de la LIIC, respectivamente, para adaptarlos a las nuevas obligaciones que se imponen a las IIC y a sus sociedades

gestoras (SGIIC). En este sentido, podemos ver cómo se añaden tres tipos de infracciones, tanto a las muy graves en los que pueden incurrir tanto las IIC como las SGIIC (artículo 80, letras z quinquies, z sexies y z septies) como a las graves en las que pueden incurrir aquellas entidades (artículo 81, letras z ter, z quater y z quinquies).

7. Ajustes de técnica normativa al contexto

Una gran parte de las modificaciones que introduce la Ley 31/2011 en la LIIC tienen como finalidad acomodar la redacción de esta última al nuevo contexto normativo, tanto comunitario como español. Así, podemos ver cómo la nueva redacción de los preceptos de la LIIC hace referencia:

a) En cuanto al Derecho comunitario, a las IIC autorizadas en otro Estado miembro de la UE de acuerdo con la Directiva 2009/65/CE y a la Autoridad Europea de Valores y Mercados como destinataria de las notificaciones y otras comunicaciones que la CNMV debe remitir cuando el MEH autoriza la creación de una nueva SGIIC y la CNMV la inscribe en su registro administrativo especial y en otras ocasiones (por ejemplo, artículo 41.1).

b) En cuanto al Derecho español, a la Ley de Sociedades de Capital y a la Ley sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, como normas supletoriamente aplicables a las sociedades de inversión (artículo 9.2) y, en particular, a sus fusiones y escisiones (artículo 26.2 y 27.2).

8. Conclusión

La Ley 31/2011 introduce un conjunto de reformas en la LIIC que exigirán los respectivos desarrollos reglamentarios, con la modificación del RIIC y de las Órdenes del MEH y las Circulares de la CNMV que desarrollan los aspectos particulares de la normativa legal. Así, por ejemplo, se establecen referencias expresas al desarrollo reglamentario del proyecto de fusión de IIC (artículo 26.3) y al establecimiento por la CNMV de los modelos normalizados de los documentos informativos de las IIC (artículo 17.6).

En definitiva, nos hallamos ante la explosión inicial de un «big bang» regulatorio de las IIC en nuestro Derecho que se traducirá en la promulgación de numerosas normas de distinto rango reglamentario que contribuirán, una vez más, a la «motorización legislativa» crónica de la regulación financiera, que se viene agravando hasta extremos prácticamente inabarcables con ocasión de la crisis financiera.

Alberto Javier Tapia Hermida

10. REGLAS DE BUEN GOBIERNO Y RESPONSABILIDAD A LOS ADMINISTRADORES SOCIETARIOS EN EL DERECHO ARGENTINO

I. Introducción

En otros trabajos de nuestra autoría nos referimos a la estrecha relación que existe entre responsabilidad y obligación, recurriendo, para graficar la misma, a la célebre metáfora germana que refiere que la primera sigue a la segunda como si fuera su sombra⁽¹⁾.

Justamente por la indisoluble relación entre ambas instituciones, puede afirmarse que, en todos aquellos casos en los que fuera necesario evaluar la existencia de responsabilidad, será imprescindible indagar antes si hubo una obligación incumplida.

Estos criterios se aplican también en el ámbito del derecho societario, razón por la cual la imputación de responsabilidad al administrador de una sociedad presumirá, como paso previo, detectar cuál fue la obligación soslayada por el manager, que motiva la sindicación del deber resarcitorio.

Lograr ese objetivo es una tarea que, en muchas ocasiones, no es tan sencilla como en una primera aproximación podría parecer. Ello obedece principalmente a que, en el derecho argentino, no hay una norma jurídica o un digesto que precise con meridiana claridad todas y cada una de las obligaciones que deben satisfacer los administradores de sociedades.

En efecto, en el ordenamiento jurídico local existen diversas normas a las cuales la doctrina y la jurisprudencia vernácula recurren para fundar la sindicación del deber resarcitorio que pudiera caberle a los managers, como por ejemplo los arts. 59 y 274 de la Ley de Sociedades Comerciales, el art. 1109 del Código Civil, etc.

Esas normas funcionan como una suerte de cláusulas generales de responsabilidad, razón por la cual su utilización nos enfrenta con el riesgo de que, en muchas ocasiones, se convierten en un cajón de sastre al que puede recurrirse en cualquier momento para justificar imputaciones impropias del deber resarcitorio que, de otra manera, no encontrarían un claro enclave en el ordenamiento jurídico.

Además, la utilización de estas normas genéricas —que en ocasiones son, además, sumamente imprecisas— muchas veces conduce a los jueces a tomar decisiones basadas en la equidad, con el alto grado de incertidumbre jurídica que esa situación provoca.

En ese orden de ideas, es evidente la importancia que tiene determinar y precisar cada una de las obligaciones que deben satisfacer los administradores societarios, cuya inobservancia conducirá a la correspondiente imputación del deber resarcitorio en

(1) ABDALA, M.E., «Obligaciones y responsabilidades de los administradores de sociedades», *Revista Jurídica Argentina La Ley*, año 4, núm. 799, 2 de junio de 2008, t. 2008-C, p. 1208. Véase al respecto LARENZ, K., *Lehrbuch des Schuldrechts*, 12.^a ed., Munich, 1979, p. 21.

aquellos casos, claro está, en los que la misma fuera procedente por haberse satisfecho los extremos que prevé la teoría general de la responsabilidad civil⁽²⁾.

Actualmente la prolífica doctrina y la jurisprudencia societaria, hasta quizás sin darse cuenta, llevan adelante la mentada tarea de determinar y precisar las obligaciones que deben satisfacer los managers de sociedades, y sus esfuerzos han permitido rellenar los múltiples espacios en blanco que dejan las mencionadas cláusulas genéricas de responsabilidad⁽³⁾.

Sin embargo, a pesar de los esfuerzos de jueces y autores, subsisten un cúmulo de situaciones en las cuales es dudoso el comportamiento debido por los administradores societarios, muchas de las cuales incluso provocan calurosas discusiones doctrinarias⁽⁴⁾.

En ese escenario irrumpen las denominadas reglas de buen gobierno corporativo que, mas allá del objetivo originario para el cual fueron creadas, en nuestra opinión son también útiles para precisar las distintas obligaciones que deben satisfacer los administradores societarios y, de esa manera, complementar el sistema de responsabilidad de quienes gobiernan la empresa.

II. Origen de las reglas del gobierno corporativo

Las reglas de buen gobierno corporativo (*corporate governance*) reconocen sus antecedentes más remotos en el derecho anglosajón, donde aparecen a principios del siglo pasado⁽⁵⁾.

(2) Es decir la existencia de un hecho antijurídico, el daño, la relación de causalidad y un factor de imputación. Véase al respecto, en general y por todos, BUSTAMANTE ALSINA, J., *Teoría General de la Responsabilidad Civil*, 4.^a ed., Abeledo-Perrot, Bs. As. 1983.

(3) ABDALA, M.E., «Los administradores ante las obligaciones sociales», *Revista Jurídica Argentina La Ley*, año 5, núm. 1108, 28 de agosto de 2009, t. 2009-E, pp. 984 y ss.

(4) Así por ejemplo, mientras algunos autores afirman que los administradores societarios están obligados a afrontar tempestivamente la crisis de la empresa, tomando las medidas que la magnitud de la misma amerite y, si no lo hacen, deben responder por los daños que ese soslayo provoque, otros sostienen que nuestro ordenamiento jurídico no contiene ninguna norma que obligue a los managers a adoptar esas conductas, razón por la cual su omisión no puede justificar la sindicación del deber resarcitorio. RICHARD, E.H., «Acción individual de responsabilidad de acreedores contra administradores societarios», en AA.VV., *La responsabilidad de los administradores en las sociedades y los concursos* (dirs. Marcelo, G./Barreiro, M.G./Arecha, M.), ed. Legis Argentina, Buenos Aires, 2009, pp. 399 y ss.

(5) Los doctrinarios hispanoparlantes traducen la expresión anglosajona «*corporate governance*» con la frase «*las reglas de buen gobierno*», añadiendo el adjetivo «*buen*» como calificación a la forma de gobernar o conducir la empresa. Esta suerte de imprecisión terminológica obedece a las gruesas diferencias existentes entre el régimen societario argentino que, siguiendo el sistema del derecho continental europeo —y a diferencia del derecho anglosajón—, adjudica el gobierno de las sociedades a la asamblea de socios. Véase al respecto ALEGRÍA, H., «Corporate Governance (El buen gobierno corporativo)», *Revista Jurídica Argentina La Ley*, t. 2007-E, pp. 1364 y ss.; FARGOSI, H.P., «Esquicio sobre el “director independiente”», *Anales de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Buenos Aires*, Buenos Aires 2008, tomo 53(46), pp. 353 y ss.; NICHOLSON, I., «Las reformas sobre gobierno corporativo a seis años de su sanción», *Jurisprudencia Argentina*, 2007-II, pp. 1063 y ss.

En esa época comienza a ser habitual, por diversas razones económicas y políticas, que exista una dispersión o diseminación de la propiedad de las empresas en múltiples accionistas minoritarios, lo que trajo como consecuencia una lejanía cada vez más pronunciada entre los dueños de las firmas y sus gestores o conductores⁽⁶⁾.

Esa distancia o lejanía provocó un cúmulo de conflictos entre los intereses de los accionistas de las sociedades y los de sus managers, y confrontó con el riesgo latente de que estos últimos pudieran fácilmente apropiarse del poder de la empresa y, en muchos casos, hasta incluso usurpar el mismo.

Para neutralizar esos peligros y lograr compatibilizar los intereses de managers y accionistas, las propias empresas comenzaron a elaborar diferentes reglas para enmarcar adecuadamente la organización interna de la firma y delinear los comportamientos que debían observar sus funcionarios en la conducción de la misma.

Al poco tiempo de que aparecieran este tipo de reglas se advirtió su utilidad para transmitir a la comunidad una imagen de eficiencia y transparencia en el manejo y administración de los destinos de la empresa, lo cual repercutía de manera directa en el interés de los inversores, que veían con buenos ojos las acciones de aquellas empresas que prevenían este tipo de normas de comportamiento.

Ello por cuanto la decisión de un inversor de destinar su capital a adquirir las acciones de una empresa es un procedimiento sumamente complejo, en el cual se analizan diversas cuestiones entre las cuales se encuentra, según diferentes estudios, la utilización de las reglas del buen gobierno corporativo⁽⁷⁾.

Así las cosas, y por esas razones, en poco tiempo la utilización de estas reglas de buen gobierno corporativo se difundió rápidamente en las ciudades que se disputan el liderazgo como centros financieros y bursátiles mundiales (Londres, Nueva York,

(6) BERLE, A./MEANS, G., *The modern corporation and private property*, ed. New Brunswick, Nueva York, 1997, pp. 110 y ss. (la primera edición fue publicada por la editorial Macmillan, Nueva York, 1932). Al respecto véase también CHEFFINS, B./ BANK, S., «Is Berle and Means Really a Myth?», *Business History Review* 83, The President and Fellows of Harvard College, Autumn 2009, pp. 443 y ss.; BRATTON, W.W., «Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn», *Journal of Corporation Law* 26 (2001), pp. 737 y ss.; MONKS, R.A. G./MINOW, N., *Corporate Governance*, 4.^a ed., ed. Hoboken, Nueva Jersey, 2008, pp. 110 y ss. Sobre el fenómeno que representa el denominado divorcio entre la propiedad y el control de la empresa véase HAWLEY, J.P./WILLIAMS, A.T., *The rise of fiduciary capitalism: how institutional investors can make corporate America more democratic*, Philadelphia, 2000.

(7) PAZ-ARES, C., «Gobierno corporativo como estrategia de creación de valor», *Revista Iberoamericana del Mercado de Valores*, núm. 11, marzo de 2004, p. 56, quien refiere al conocido informe de la firma McKinsey and Company (*Global Investor Opinion Survey: Key Findings*, Julio, 2002), en el cual se advierte que en una encuesta efectuada a inversionistas institucionales, las tres cuartas partes consideran que las variables relativas al gobierno corporativo son tan importantes como las relativas a aspectos financieros a la hora de evaluar una empresa para tomar decisiones de inversión, razón por la cual arguye que los inversores más sofisticados han adquirido plena conciencia de su importancia fundamental y, efectivamente, parecen dispuestos a pagar una prima sustanciosa por los títulos de una compañía bien gobernada.

Frankfurt, etc.) y su observancia se convirtió, más que en un deber legal, en un imperativo económico del que dependía la reputación del valor mobiliario cotizante.

Esta evolución obedeció además a que los diferentes mercados advirtieron rápidamente las ventajas que proporciona la utilización de este tipo de reglas: Por un lado, representaban una eximia herramienta de protección del inversor, pues permitiría a éstos acceder a la información necesaria para poder conocer la realidad económica y financiera de las firmas a las que confiaban su capital. Por otro lado, eran un adecuado instrumento para lograr ciertos estándares de comportamientos debidos por los administradores societarios⁽⁸⁾. Y, finalmente, porque estas normas eran sumamente útiles para fomentar la participación de los pequeños y medianos inversores en el mercado de capitales, lo cual, a su turno, contribuía a lograr estabilidad e integridad en la plaza financiera, a alcanzar altos niveles de atractivo y competitividad internacional y a mejorar la capacidad funcional o eficiencia del mercado⁽⁹⁾.

Lo cierto es que la difusión de la práctica de utilizar reglas de buen gobierno corporativo creció de manera exponencial y hoy no debe sorprendernos que hasta empresas de menor cuantía prevean este tipo de normas y las publiciten insistentemente por diferentes medios⁽¹⁰⁾.

Incluso más, en la dinámica evolutiva se observa que estas reglas, nacidas como una autorregulación empresaria, fueron luego, en muchas ocasiones, «adoptadas» por los ordenamientos jurídicos, que las positivizaron con diferentes grados de imperatividad, sancionando incluso códigos o digestos que las agrupan y sistematizan.

Así las cosas, y si bien es cierto que en cada ordenamiento jurídico el desarrollo de estas reglas fue diferente, en la actualidad existen ciertos estándares impuestos por el mismo mercado, que generan una suerte de confluencia en un modelo universal de buen gobierno corporativo⁽¹¹⁾.

(8) KORT, M., «Corporate Governance-Fragen der Grösse und Zusammensetzung des Aufsichtsrats bei AG, GmbH und SE», *Die Aktiengesellschaft*, ed. Otto Schmidt, Colonia, Alemania, núm. 5/2008, pp. 137 y ss.

(9) Con relación a este tema y a la importancia de la protección de la eficiencia del mercado de capitales (*Funktionenschutz*) y la protección al inversor (*Anlegerschutz*), véase por ej. ABDALA, M. E., «La Regulación Jurídica de los Fondos de Inversión en el Derecho Alemán», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid, enero-marzo 1998, pp. 135 y ss.; ASSMANN, H.-D., *Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes*, *Zeitschrift für Bankrecht und Betriebswirtschaft*, 1989, núm. 2, pp. 61 y ss.; SCHWINTOWSKI, H.-P./SCHÄFER, F.A., *Bankrecht, Commercial Banking – Investment Banking*, ed. Carl Heymanns Verlag, Colonia, 1997, § 11, núm. 66 y ss.

(10) Un sinnúmero de sociedades publicitan sus reglas de gobierno corporativo en sus páginas corporativas de Internet.

(11) HOPT, K.J., «Common principles of corporate governance in Europe», en AA.VV. (dirs. McCahery/Moerland, /Raaijmakers/Renneboog), Oxford University Press, Oxford, 2002, pp. 85 y ss.

III. Distintos tipos de reglas

En líneas generales, y sin perjuicio de que esta afirmación requerirá luego algunas precisiones, podemos sostener que existen dos grandes grupos de reglas de buen gobierno corporativo: el primero reúne a aquellas que son producto de la autorregulación empresarial; el segundo congrega a las que derivan de una disposición legal. Analizaremos ambas categorías en los siguientes párrafos.

1. Reglas dictadas por autorregulación

Este primer grupo de reglas surgen por la propia decisión de la empresa que, como una autorregulación, resuelve precisar cuáles serán los lineamientos que se observarán en la organización y en la conducción de la firma.

Por tratarse de una autorregulación, la imperatividad de estas reglas ha generado algunas dudas, pues a diferencia de lo que ocurre cuando una norma establece jurídicamente una conducta obligatoria —que luego de sancionada pasa a formar parte de los deberes de la sociedad y de sus administradores y su inobservancia puede conducir a una imputación de responsabilidad—, cuando se trata de reglas «voluntarias» aparecen ciertos reparos sobre ambas cuestiones⁽¹²⁾.

Ello por cuanto se entendía que, al no surgir estas reglas de manera expresa del ordenamiento positivo, debe considerárselas facultativas desde la óptica jurídica y, como tales, su observancia sería optativa y solo comprometería moralmente a la sociedad, sin que tuviera consecuencia jurídica alguna el incumplimiento, salvo —claro está— cierta repercusión de índole económico, por el potencial descrédito (con la posibilidad de depreciación en el valor de las acciones) que podría provocar que una sociedad cotizante las incumpla.

Por nuestra parte entendemos que este primer grupo de reglas de buen gobierno corporativo pueden también ser imperativas, aunque es muy importante destacar que esa obligatoriedad no reconoce un origen o fuente legal, sino contractual⁽¹³⁾.

Para llegar a esa conclusión proponemos distinguir claramente dos etapas o momentos: el antes y el después de la sanción o creación de la regla de buen gobierno corporativo.

En la primera etapa, antes de que se establezca la regla, la empresa tiene plena libertad de promulgar o no la misma. Como se trata de una autorregulación la sociedad

(12) ALEGRÍA, H., „Corporate Governance (El buen gobierno corporativo)», *cit.*, pp. 1364 y ss.

(13) En contra, JUNYENT BAS e IZQUIERDO, que sostienen que las denominadas reglas del buen gobierno corporativo están destinadas a su implementación estatutaria, judicial y legislativa, por lo que su perfil normativo nace de la «naturaleza de la función del gobierno societario» y, por ende, no genera una mera responsabilidad contractual como se insiste en nuestro país, sino a una responsabilidad funcional y orgánica que se imbrica en el ejercicio de la gestión empresarial, superando la anacrónica distinción entre responsabilidad contractual y extracontractual (JUNYENT BAS, F./IZQUIERDO, S., «Responsabilidad de los administradores societarios», *Revista Jurídica Argentina La Ley*, t. 2007-E, p. 1119 y ss.).

es libre de sancionarla o no, prerrogativa que justifica que este tipo de normas sea considerada una suerte de *soft law*⁽¹⁴⁾.

Ahora bien, cuando la sociedad ha sancionado la regla de buen gobierno, la situación cambia diametralmente, pues la misma sale de su esfera de dominio y, de acuerdo a la imperatividad que se le haya otorgado, puede convertirse en una verdadera obligación, cuya inobservancia puede obviamente servir de fundamento para concretar imputaciones de responsabilidad.

Dicho en otros términos, cuando una sociedad por decisión propia establece estas reglas de buen gobierno corporativo, asume un compromiso de índole contractual que debe luego cumplir y, si no lo hace, esas obligaciones originarias pueden abrir el camino a la posibilidad de imputar responsabilidad para lograr el resarcimiento de los daños que pudiera haber provocado ese soslayo.

2. Reglas derivadas de la norma

El segundo grupo de reglas de buen gobierno corporativo abarca a todas aquellas que derivan de una disposición legal. Como referimos en los párrafos anteriores, en muchos casos las reglas que pertenecen a este segundo grupo nacieron como una autorregulación empresaria (reglas del primer grupo) y fueron adoptadas e incorporadas al derecho positivo.

Estas normas tienen diferentes grados de obligatoriedad o imperatividad, lo que permite clasificarlas en tres grupos: las sugerencias, las recomendaciones y las obligaciones.

a) Las sugerencias

Las denominadas sugerencias son aquellas reglas que tienen como único objetivo aconsejar la conducta esperada por la comunidad económica en la organización de la empresa o en ciertas situaciones que se presenten en la conducción de la firma.

Este tipo de reglas utilizan normalmente la expresión «debería», que no es otra cosa que recurrir al verbo «deber», pero sustituyendo el presente del indicativo por un condicional de cortesía, para mitigar la obligatoriedad.

Son reglas no imperativas, que pueden ser soslayadas por la empresa y por sus administradores sin que sea necesario siquiera que se dé una explicación de las razones por las que se decidió apartarse de las mismas.

Como obvia consecuencia de ello, el soslayo de estas sugerencias no tiene derivación alguna, no implicará un descrédito de la empresa en el mercado, ni podrá, ni mucho menos, conducir a una imputación de responsabilidad a los administradores societarios.

(14) KORT, M., «Corporate Governance-Fragen der Grösse und Zusammensetzung des Aufsichtsrats bei AG, GmbH und SE», *cit.*, p. 138.

b) Las recomendaciones

Un segundo grupo de reglas son las llamadas recomendaciones, las cuales, a semejanza de las sugerencias, también señalan la conducta esperada en la organización y conducción de la firma. Pero a diferencia de las sugerencias, las recomendaciones tienen cierto grado de imperatividad, razón por la que se utiliza el verbo «debe» u otras construcciones verbales de similar significado como por ejemplo «está obligada», «está compelida», etc.

Se trata entonces de un régimen flexible de regulación empresaria que permite a las sociedades actuar de acuerdo a sus propias y específicas necesidades, que obviamente son, en cada ámbito empresarial, muy diferentes.

Por la mentada imperatividad relativa que tienen estas recomendaciones, la sociedad puede apartarse de ellas, pero a diferencia de lo que ocurre con las sugerencias, en este caso se exige que se realicen los máximos esfuerzos para satisfacerlas, y si finalmente no las cumple debe explicar las razones del soslayo, por el principio denominado *comply or explain* (cumpla o explique)⁽¹⁵⁾.

Si la empresa no cumple con las recomendaciones y tampoco explica las razones, o bien las explicaciones que ofrece no son satisfactorias, tendrá una consecuencia económica, pues ese comportamiento generará desconfianza del mercado (lo cual repercutirá en el valor de cotización de la acción).

Por lo demás, el incumplimiento de las recomendaciones no podrá servir de fundamento para concretar una imputación de responsabilidad, lo que ha llevado a sostener a algunos autores que ellas son, en realidad, un interesante *tertium genus*: reglas que el responsable puede o no cumplir voluntariamente, pero debe informar en tiempos determinados si efectivamente ha cumplido o no, y si no la ha hecho, debe explicar el por qué del soslayo⁽¹⁶⁾.

c) Las obligaciones

El tercer grupo de reglas de buen gobierno corporativo reúne a las denominadas obligaciones, las cuales, en algunos casos, precisan y especifican deberes genéricos de conducta impuestos por el ordenamiento jurídico a las empresas y a sus administradores y, en otros supuestos, consagran nuevas exigencias.

A este tercer grupo se le otorga un carácter residual, de modo tal que todas aquellas reglas de buen gobierno corporativo que no precisen ser de cumplimiento

(15) ALEGRÍA, H., «Corporate Governance (El buen gobierno corporativo)», *cit.*, pp. 1364 y ss. El proyecto del año 2007 de la Comisión Nacional de Valores contenía una pluralidad de reglas que corresponden a esta categoría de recomendaciones.

(16) ALEGRÍA, H., «Corporate Governance (El buen gobierno corporativo)», *cit.*, pp. 1364 y ss.

sugerido o recomendado (las sugerencias y las recomendaciones) son —justamente por esa residualidad— obligaciones⁽¹⁷⁾.

Como este tipo de reglas de buen gobierno están positivizadas y, por ello, previstas en una norma jurídica, no hay dudas de que las conductas exigidas en ellas son imperativas y de que su inobservancia puede conducir a una imputación de responsabilidad⁽¹⁸⁾.

Es decir que, cuando estas normas son positivizadas, lo que originariamente eran pautas de conducta se convierten en reglas de actuación, que no se equiparan a deberes morales sino a las reglas legales, razón por la cual su inobservancia abre el paso a la sindicación del deber de resarcir los perjuicios causados por el incumplimiento⁽¹⁹⁾.

IV. Las reglas del gobierno corporativo en el derecho argentino

En Argentina algunas empresas han tomado la iniciativa de prever ciertas normas de comportamiento que pueden ser consideradas como reglas de buen gobierno corporativo.

Como ellas son creadas por las propias firmas, pertenecen al primero de los grupos de nuestra clasificación (es decir, a las reglas de buen gobierno corporativo que surgen de una autorregulación), y normalmente son publicitadas en los diferentes medios de contacto con la comunidad que las empresas tienen, especialmente a través de sus páginas corporativas en la internet.

También existen en el derecho argentino reglas de buen gobierno corporativo que pertenecen al segundo grupo, es decir que son previstas por una norma jurídica positiva. En efecto, si bien es cierto que el ordenamiento jurídico argentino no cuenta con un código de buen gobierno corporativo, existen diferentes normas concretas que prevén este tipo de reglas.

Entre esas normas el rol más destacado le cabe al decreto núm. 677, conocido con el nombre «Régimen de Transparencia de la Oferta Pública», que fue sancionado en el año 2001⁽²⁰⁾, y luego complementado por diferentes resoluciones de la Comisión Nacional de Valores⁽²¹⁾.

El legislador justificó la aprobación de este decreto en la necesidad de asegurar la plena vigencia de los derechos consagrados en el art. 42 de la Constitución Nacional

(17) Es lo que hace, por ejemplo el Código Alemán de Gobierno Corporativo.

(18) ALEGRÍA, H., «Corporate Governance (El buen gobierno corporativo)», *cit.*, pp. 1364 y ss.

(19) Al respecto véase también GAGLIARDO, M., «Gobierno corporativo y códigos de buena conducta», *Revista de Derecho Privado y Comunitario de Sociedades*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2003, tomo 2, pp. 194 y ss.

(20) Véase al respecto NICHOLSON, I., «Las reformas sobre gobierno corporativo a seis años de su sanción», *cit.*, pp. 1063 y ss.; ODRIÓZOLA, C.S., «La necesaria búsqueda del gobierno corporativo», *Revista Jurídica Argentina La Ley*, t. 2006-E, pp. 1115 y ss.; CAMERINI, M., *La transparencia en el mercado de capitales*, ed. Ad Hoc, Buenos Aires, 2007.

(21) Como por ejemplo la RG 371/2001, 400/2002, 401/2002, 37/2006, 493/2006, 2041/2006 y 587/2011.

Argentina, instaurando un estatuto de los derechos del consumidor financiero, con el objetivo de obtener un marco jurídico adecuado que eleve el nivel de protección del ahorrista en el mercado de capitales⁽²²⁾.

Para lograr dicho objetivo, el mentado decreto prevé diferentes deberes, algunos de los cuales pertenecen a la categoría de sugerencias y otros a la de recomendaciones y obligaciones, como por ejemplo el deber de crear un comité de auditoría, vigilar la gestión de los managers, de informar adecuadamente a los accionistas, de denunciar irregularidades, de guardar la máxima confidencialidad, de abstenerse de hacer uso de los activos de la firma y oportunidades de negocios en beneficio propio, etc.⁽²³⁾.

Como podemos ver, las previsiones del derecho positivo argentino en esta materia son absolutamente embrionarias e insuficientes, y ni siquiera han sido objeto de una necesaria periódica revisión y actualización⁽²⁴⁾.

Es cierto, y no lo desconocemos, que existieron diferentes propuestas de reforma del mentado decreto 677/01, como fueron por ejemplo el Anteproyecto de Ley General de Sociedades del 2005 y el proyecto de la Comisión Nacional de Valores del año 2007, pero estos proyectos nunca llegaron a buen puerto y, de todas maneras, no implicaban la sanción de un completo código de buen gobierno corporativo como el que tienen otros países más avanzados en la legislación de esta materia.

En ese orden de ideas sería deseable, de *lege ferenda*, que el ordenamiento jurídico argentino sancione un código con esas características, el cual sea aplicable no solo a las cotizantes, sino a todos los tipos societarios previstos por la ley de sociedades comerciales.

Esto último se justifica por cuanto, si bien es cierto que las reglas de buen gobierno corporativo han nacido en el ámbito de las sociedades que cotizan al público sus acciones, ello no significa, en modo alguno, que no sean igualmente útiles para proteger los derechos de los socios de otros tipos de sociedades, y no sólo las anónimas no cotizantes, sino incluso los demás tipos societarios, por cuanto, sea cual fuera el tipo

(22) Conf. la exposición de motivos del decreto 677/01. Sobre la protección del inversor en el mercado de capitales véase ABDALA, M.E., «El Consumidor en el Mercado de Capitales», AA.VV., *Defensa del Consumidor* (coords. Lorenzetti, R.L./Schötz, G.J.), ed. Ábaco, Bs. As. 2003, pp. 205 y ss.

(23) Véase al respecto VANASCO, C.A., *Sociedades Comerciales*, ed. Astrea, Buenos Aires, 2001, pp. 34 y ss.; GAGLIARDO, M., «Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (Decreto 677/2001) y Ciertos Alcances en la Ley 19.550 (T.O. Decreto 841/1984)», *Revista Jurídica Argentina La Ley*, tomo 2001-E, pp. 866 y ss.; VITOLLO, D.R., «Corporate Governance en la nueva dinámica societaria a partir de la Sarbanes Oxley Act de los Estados Unidos. Disolución y reflexiones», en AA.VV., *Sociedades Comerciales. Los administradores y los socios. Gobierno corporativo* (dirs. Embid/Vitolo), ed. Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2004, pp. 30 y ss.

(24) Adviértase la diferencia entre la antigüedad de la norma argentina y la situación de esta institución en otras legislaciones, como es el caso del derecho alemán, donde Deutscher Corporate Governance Kodex es revisado permanentemente por una comisión de gobierno y modificado todos los años. Véase al respecto la página de internet <<http://www.corporate-governance-code.de/index.html>>.

de organización de la que se trate, en todos los casos existe la misma necesidad de custodiar y resguardar los derechos de aquellos que ponen su capital a disposición de una firma y asumen de esa manera el riesgo empresarial⁽²⁵⁾.

V. Conclusiones

1. Por la indisoluble relación entre ambas instituciones, para pronunciarse sobre la existencia de responsabilidad será imprescindible indagar antes si existió una obligación incumplida, principios estos que se aplican también para juzgar la actuación de los administradores societarios.
2. En el derecho argentino no hay una norma jurídica que precise cuáles son las obligaciones que deben satisfacer los administradores de sociedades. Hay diferentes normas que funcionan como una suerte de cláusulas generales de responsabilidad, pero su utilización nos confronta con el riesgo de concretar imputaciones de responsabilidad basadas en la equidad.
3. En ese escenario irrumpen las denominadas reglas de buen gobierno corporativo que, más allá del objetivo originario para el cual fueron creadas, son en nuestra opinión útiles también para precisar las distintas obligaciones que deben satisfacer los administradores societarios y, de esa manera, complementar el sistema de responsabilidad de quienes gobiernan la empresa.
4. Un primer grupo de reglas de buen gobierno corporativo surgen por la propia decisión de la empresa que, en una suerte de autorregulación, decide establecer los lineamientos de organización y conducción de la firma. Estas normas, a pesar de haber nacido por la propia determinación de la firma, pueden ser obligatorias, reconociendo su imperatividad un origen o fuente contractual.
5. El segundo grupo de reglas incluye a todas aquellas que derivan de una disposición legal. Normalmente son las mismas normas que antes pertenecían al primer grupo y que fueron adoptadas y positivizadas por el ordenamiento jurídico. Ellas pueden clasificarse en sugerencias, recomendaciones y obligaciones.
6. Las sugerencias tienen por objetivo aconsejar la conducta esperada por la comunidad económica en la organización de la empresa o en ciertas situaciones que se presenten en la conducción de la firma. Son normas no imperativas, que pueden ser soslayadas sin dar siquiera una explicación y sin consecuencia alguna, en materia de imputación de responsabilidad o credibilidad del mercado.
7. Las recomendaciones tienen un objetivo casi idéntico a las sugerencias, pero difieren de ellas en la imperatividad. Estas exigen que la empresa realice el

⁽²⁵⁾ Es cierto que algunos autores sostienen que los principios de buen gobierno, en tanto pautas de gestión con relevancia jurídica, tienen capacidad de permear al derecho común, es decir, aplicarse también a sociedades no cotizadas por mera labor interpretativa, pero obviamente sería deseable que una norma expresa así lo previera. ALEGRIA, H., *Corporate Governance (El buen gobierno corporativo)*, *cit.*, pp. 1364 y ss.

máximo esfuerzos para satisfacerlas y, si no lo hace, que explique las razones del soslayo. Como su imperatividad es relativa, su inobservancia puede generar desconfianza del mercado, pero no será útil como fundamento para concretar una imputación de responsabilidad.

8. Finalmente, y como género residual, están las obligaciones que, en algunos casos, precisan y especifican deberes genéricos de conducta impuestos por el ordenamiento y, en otros supuestos, consagran nuevas exigencias a éstos. En todos los casos se trata de imperativas cuya inobservancia puede conducir a una imputación de responsabilidad.
9. En Argentina algunas empresas prevén, por decisión propia, reglas de comportamiento que pertenecen al primer género de nuestra clasificación, es decir que surgen de una autorregulación. También existen reglas que pertenecen al segundo género, contempladas por una norma jurídica, como es el caso de las previstas por el Decreto núm. 677/01 y las resoluciones del órgano de control.
10. Sin embargo, las previsiones del derecho positivo argentino en esta materia son absolutamente embrionarias e insuficientes, y ni siquiera han sido objeto de una necesaria periódica revisión y actualización, razón por la cual sería entonces deseable, de *lege ferenda*, que se sancionara un código de buen gobierno corporativo que fuera aplicable no solo a las cotizantes, sino a todos los tipos previstos por la ley de sociedades comerciales.

Martín E. Abdala

*Profesor de Derecho societario
Universidad Nacional de Tucumán*

11. IMPLICACIONES LEGALES DE LA DIRECTIVA 2011/61/UE RELATIVA A LOS GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS EN LA INDUSTRIA DEL *PRIVATE EQUITY*

1. Introducción

Durante los últimos años hemos vivido una de las crisis financieras más graves de la historia. Se ha llevado por delante a grandes bancos y entidades financieras, causando el cierre de miles de empresas y la pérdida de millones de puestos de trabajo en todo el mundo. Al mismo tiempo, la crisis ha manifestado la fragilidad de nuestro sistema financiero, socavando la confianza entre los agentes del mercado y poniendo en evidencia la solidaridad y la justicia social entre los Estados miembros.

Estos factores han impuesto al legislador una responsabilidad histórica, pero también una oportunidad excepcional para mejorar y reformar nuestro sistema financiero.

Este contexto propició la adopción de varias medidas tales como mejorar la supervisión de las agencias de calificación crediticia y limitar la remuneración variable pagada por bancos y firmas de inversión. Como señalaba el Comisario Europeo Michel Barnier: «Europa debe tomar medidas para terminar con la falta de transparencia y errores en la calificación del riesgo, para prevenir crisis futuras, y permanecer como líderes mundiales en servicios financieros»⁽²⁶⁾. Por estos motivos, la Unión Europea ha llevado a cabo varias reformas en el sector financiero con el objetivo de reforzar el ámbito regulatorio en régimen de transparencia, responsabilidad, supervisión y prevención. En términos de transparencia, la UE ha adoptado normativa en relación con fondos de inversión («UCITS») y ha publicado recientemente la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos⁽²⁷⁾ («DGFIA» o la «Directiva»), mientras que la Comisión continúa trabajando en mejorar las directivas sobre Mercados de Instrumentos Financieros⁽²⁸⁾ («MiFID»), Requisitos de Capital⁽²⁹⁾ («CRD»), Abuso de Mercado⁽³⁰⁾ o la Directiva sobre Solvencia II⁽³¹⁾.

Cabría también mencionar la creación de un nuevo marco europeo de supervisión financiera, consistente en la nueva junta europea de riesgo sistémico que tratará de anticipar la detección de riesgos macro-económicos, y tres autoridades supervisoras europeas: la Autoridad Bancaria Europea (*European Banking Authority*, EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados («AEVM»).

Hasta ahora la normativa europea había estado centrada en regular fondos de inversión para inversores minoristas (o *retail*) a través del régimen de UCITS, dejando a un lado fondos de inversión para inversores institucionales de carácter más sofisticado, tales como fondos de capital-riesgo o *private equity*. Aunque los fondos de capital-

⁽²⁶⁾ *The European Union's Road Map for financial reform*, European Union, 2010.

⁽²⁷⁾ Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) núm. 1060/2009 y (UE) núm. 1095/2010.

⁽²⁸⁾ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

⁽²⁹⁾ Directiva 2010/76/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración.

⁽³⁰⁾ Directiva 2008/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008, por la que se modifica la Directiva 2003/6/CE, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

⁽³¹⁾ Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II).

riesgo se encontraban ya regulados en España por la ley 25/2005⁽³²⁾, a nivel europeo no existía una normativa específica. La DGFIA establece un marco jurídico común para el capital riesgo europeo, e incluye un régimen específico integrado por una nueva normativa que regula distintas áreas como capital, transparencia, apalancamiento y comercialización de fondos. Si bien los beneficios que proporciona el *private equity* en la economía han sido reconocidos en distintas ocasiones, el legislador fundamenta su decisión regulatoria en que los fondos de inversión alternativa podrían también haber servido para extender o amplificar riesgos de crédito a través del sistema financiero⁽³³⁾.

2. Nueva Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos

La DGFIA ha sido una de las directivas más controvertidas de los últimos tiempos. Fue propuesta por la Comisión Europea en la necesidad de regular el sector a la luz del *credit crunch*, sin mediar consulta formal con los agentes del mercado. Siendo que los ministros del Consejo Europeo estaban de acuerdo con la imperatividad de que la norma entrara en vigor lo antes posible, se esperaba un proceso de aprobación rápido con la introducción, en su caso, de tan solo pequeñas modificaciones.

El primer borrador de la propuesta de la Comisión era poco claro y existía una seria preocupación por que la Directiva supondría una sobre-regulación del sector financiero y un menoscabo de la competitividad europea frente a otros países. La razón fundamental que se encontraba detrás de la Directiva era evitar que los *hedge funds* pusieran en riesgo la estabilidad del sistema financiero europeo. Sin embargo la actual Directiva resulta aplicable a distintos tipos de fondos entre los que se incluyen no solamente *hedge funds* sino también fondos de *private equity* o capital riesgo, inmobiliarios (*real estate*), infraestructuras y un amplio abanico de fondos institucionales. Tras varias consultas y negociaciones, la Directiva fue aprobada por el Parlamento Europeo el 11 de Noviembre de 2010 y por el Consejo Europeo el 27 de Mayo de 2011, siendo publicada el 1 de Julio de 2011 en el Boletín Oficial de la Unión Europea. La Directiva entró en vigor a los 20 días de su publicación, el 22 de Julio, fecha a partir de la cual comienza a contar el periodo de 2 años para su transposición en cada uno de los estados miembros (siendo la fecha límite de trasposición el 22 de Julio de 2013). En España, por tanto, implicará la adopción de varias medidas legislativas, entre las que cabría destacar la reforma de la ley 25/2005⁽³⁴⁾.

La normativa comunitaria sobre los gestores de fondos de inversión alternativos está siendo implementada a través del llamado proceso *Lamfalussy*, que se encuentra estructurado en 4 niveles. La DGFIA establece el marco normativo y es, por tanto, el nivel 1 de este procedimiento. Las normas de nivel 2 incluyen medidas de ejecución

(32) Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

(33) Exposición de Motivos de la Directiva, párrafo 2.

(34) *Ibid.* 7.

detallada que resultan necesarias para una correcta aplicación de la Directiva. En cuestiones técnicas la Comisión está siendo asesorada por la AEVM y comités formados por representantes de las autoridades nacionales de supervisión, asegurando así la creación de las normas apropiadas para una correcta implementación de la Directiva (Nivel 3). Finalmente, la Comisión se asegurará de que la trasposición de la normativa en la legislación nacional se produce correctamente y respetando los plazos establecidos. Actualmente, la actividad legislativa se centra en el desarrollo normativo de nivel 2. AEVM publicó el 15 de abril de 2011 un Documento de Reflexión (*Discussion Paper*) detallando su posición provisional sobre los asuntos señalados por mandato de la Comisión. Este documento fue seguido de la publicación de un documento de consulta publicado el 13 de julio de 2011. El periodo de consulta terminó el pasado 13 de septiembre. Se espera que AEVM remita su asesoramiento técnico final a la Comisión Europea a mediados de noviembre.

1.1. *Ámbito de aplicación*

La DGFIA se aplica a aquellas entidades que estando establecidas en uno de los estados miembros de la Unión Europea gestionen uno o más fondos de inversión alternativos («AIF»), con independencia de dónde se encuentren estos establecidos («GFIA»). Así mismo, la Directiva resulta de aplicación a entidades gestoras domiciliadas fuera de los límites de la Unión siempre que lleven a cabo la gestión de un AIF establecido en la UE, o comercialicen AIF a inversores europeos. La Directiva no regula a los AIFs sino que más bien se centra en legislar la gestión y comercialización de los mismos. Tanto los AIFs como sus respectivas estructuras legales pueden ser aún regulados y supervisados de forma potestativa a nivel nacional por cada uno de los estados miembros.

2.1.1. Definición de Fondo de inversión alternativa

La definición de fondo de inversión alternativa o «FIA» prevista por la Directiva abarca a todo tipo de FIA, independientemente de su forma o estructura jurídica, comprendiendo fondos de tipo abierto (*open-ended*) o cerrado (*closed-ended*). El concepto establecido en el artículo 4.1 de la norma abarca a todo organismo de inversión colectiva que obtenga capital de una serie de inversores para invertirlo con arreglo a una política de inversión definida en beneficio de dichos inversores y no se encuentre regulado por la directiva de UCITS⁽³⁵⁾ («Directiva UCITS»). El término «organismo de inversión colectiva» no ha sido definido ni por la Directiva ni por el derecho de la Unión, pero se espera que en la práctica sea un concepto muy amplio. Este término aparece en plural («organismos de inversión colectiva») en el artículo 3 de la Directiva UCITS y ha llegado a ser un concepto familiar en los mercados en este contexto pero

⁽³⁵⁾ Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

no ha sido explicado o definido en este respecto⁽³⁶⁾. Esta definición tan amplia de FIA abarca prácticamente todo fondo no regulado por la Directiva UCITS, así como ciertas entidades que no deberían ser consideradas propiamente como fondos. El principio de diversificación del riesgo no resulta de aplicación y por tanto entidades con tan solo una única inversión en cartera podrían ser incluidas dentro de este concepto, salvo determinadas exenciones⁽³⁷⁾.

2.1.2. Exenciones

La Directiva no resulta de aplicación a las siguientes entidades:

- a) sociedades de cartera, es decir, sociedades con participaciones estratégicas en empresas subsidiarias con el fin de contribuir a su valor a largo plazo más que al objeto de generar beneficios a través de su desinversión dentro de un marco temporal definido;
- b) instituciones de fondos de pensiones de empleo⁽³⁸⁾;
- c) entidades supranacionales tales como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras instituciones supranacionales de equivalente carácter internacional;
- d) bancos centrales nacionales;
- e) gobiernos nacionales, regionales y locales, así como otros organismos e instituciones que gestionan fondos relativos a seguridad social y sistemas de pensiones;
- f) los regímenes de participación de los trabajadores o regímenes de ahorro de los trabajadores; y
- g) los vehículos de finalidad especial de titulización, es decir entidades cuyo único objetivo sea llevar a cabo una o varias titulizaciones con arreglo al artículo 1, apartado 2, del Reglamento (CE) 24/2009⁽³⁹⁾ y demás actividades pertinentes para la realización de este objetivo.

⁽³⁶⁾ *Report by the Financial Markets Law Committee into the legal risks of the Directive*, January 2010.

⁽³⁷⁾ Cabría subrayar el hecho de que un párrafo de la exposición de motivos de la Directiva señalando que la política de inversión de un FIA debe estar basada en el principio de diversificación del riesgo fue eliminado en el texto final.

⁽³⁸⁾ Reguladas por la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo.

⁽³⁹⁾ Reglamento (CE) 24/2009 del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2008, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

La Directiva tampoco resulta de aplicación a los contratos de seguro ni a las empresas conjuntas⁽⁴⁰⁾ (*joint ventures*), existiendo ciertas exenciones para los acuerdos *intra-grupo*. De acuerdo con el principio de proporcionalidad que rige el ordenamiento jurídico europeo, la Directiva también recoge una norma *de minimus* para fondos de menor tamaño.

2.1.3. Límite de aplicación de la DGFIA

Uno de los principales objetivos de la Directiva es asegurar un alto nivel de protección al inversor a través del desarrollo de un marco normativo común para la autorización y supervisión de FIAs. De conformidad con lo establecido en el artículo 5 del tratado constitutivo de la Unión Europea⁽⁴¹⁾, el contenido y la forma de la acción de la Unión no excederán de lo necesario para alcanzar los objetivos de los Tratados. La carga que supondría someter a pequeñas sociedades gestoras a la normativa podría ser considerada desproporcionada, dado que los gastos que supondría su adaptación a la norma excederían de lo razonablemente necesario. Consecuentemente, las gestoras que reúnan las siguientes características únicamente estarán sometidas a la obligación de registrarse con la autoridad competente⁽⁴²⁾:

- a) gestoras que, directa o indirectamente, gestionen carteras de FIA cuyos activos gestionados, incluidos los activos adquiridos mediante recurso al apalancamiento, no rebasen en total un umbral de 100 millones de euros, o
- b) gestoras que, directa o indirectamente, gestionen carteras de FIA cuyos activos gestionados no rebasen en total un umbral de 500 millones de euros, cuando las carteras de los FIA consistan en FIA que no estén apalancados y no tengan derechos de reembolso que puedan ejercerse durante un período de cinco años después de la fecha de inversión inicial en cada FIA.

Esta exención deja fuera del ámbito de aplicación de la Directiva a gran parte de los fondos de *venture capital* y *private equity* gestionados en España.

La definición de «apalancamiento» es fundamental para determinar si una gestora se halla dentro de los límites de esta exención. El término de «apalancamiento», pese a utilizarse con frecuencia en los mercados financieros, no se encuentra técnicamente definido. En la práctica, se define y calcula de manera diferente por bancos de inversión y gestoras de fondos⁽⁴³⁾. El artículo 4.1 define «apalancamiento» como *cualquier método a través del cual la gestora aumente la exposición de un FIA que gestione, ya sea tomando en préstamo efectivo o valores, a través del apalancamiento implícito en las posiciones en derivados o por cualquier otro medio*. Este concepto incluye una

(40) De conformidad con el párrafo 8 de la Exposición de Motivos de la Directiva.

(41) Versión consolidada del Tratado de la Unión Europea, 2010/C 83/01.

(42) De conformidad con artículo 3.2 de la Directiva.

(43) *Issue 145 – AIFM Directive: Legal Risks, Financial Markets Law Committee*, enero 2010.

amplia definición no solo relacionada con inversiones determinadas sino también a cualquier otra forma de aumento del nivel de endeudamiento. En este sentido, hay que tener en cuenta que los fondos de *private equity* estructurados a nivel internacional normalmente fraccionan sus compromisos de inversión (es decir, las cantidades comprometidas por los inversores al fondo) entre contribuciones de capital y préstamos. La razón subyacente a dicha estructura se encuentra en la necesidad de poder distribuir rendimientos de capital sin estar limitados por restricciones de naturaleza regulatoria. En segundo lugar, las operaciones de *private equity* frecuentemente se financian en su primera etapa con préstamos a corto plazo que se obtienen a fin de cubrir el periodo entre la solicitud de desembolso realizada a los inversores y el momento en que dichas cantidades son recibidas por el FIA (normalmente entre 7 y 12 días laborables). Estas dos prácticas no aumentan el grado de exposición crediticia del FIA y por tanto no deberían quedar comprendidas dentro del concepto de apalancamiento.

Los GFIA que se encuentren bajo el límite únicamente tendrán que registrarse en el organismo correspondiente. La gestora deberá proporcionar información en su propio nombre y en nombre de los AIF que gestione, incluyendo estrategias de inversión y principales instrumentos de *trading*. En España, las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo se encuentran sujetas a un régimen específico de supervisión con la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNVM) de carácter más exigente y, por lo tanto, no se prevé que deban satisfacer obligaciones adicionales a este respecto. Sin embargo, en algunos casos podría resultar interesante para gestoras exentas el quedar completamente sujetas al régimen establecido en la Directiva, por ejemplo, a fin de poder gestionar y comercializar sus fondos libremente en toda la Unión (el llamado *Pasaporte Europeo* o «Pasaporte»), o al objeto de cualificar como inversión apta para determinadas entidades y agentes institucionales que así lo prevean.

En este sentido, sería importante tener en cuenta que la mayoría de los inversores de *private equity* son instituciones de crédito, compañías aseguradoras y fondos de pensiones, que se encuentran sujetos a unos regímenes normativos particulares. Por tanto, no sería de extrañar que, como parte de sus políticas internas o de la legislación aplicable, muchos de estos inversores comenzaran a requerir que los GFIA estén plenamente sujetos a la Directiva a fin de ser considerados como «activos aptos» para invertir, creando en consecuencia una obligación *de facto* de quedar sometidos al régimen establecido por la Directiva. Si una sociedad gestora exenta desea beneficiarse del régimen de plena sujeción a la Directiva, existe un procedimiento de adhesión establecido al efecto.

1.2. Autorización de un GFIA

La Directiva establece la obligación a todo GFIA de obtener la correspondiente autorización para poder prestar servicios de gestión a un FIA, salvo que una exención resulte de aplicación. Una vez que el GFIA es autorizado, necesitará cumplir con las condiciones de autorización en todo momento. El FIA puede ser gestionado externamente por el GFIA o, si su régimen regulatorio lo permite, puede ser gestionado de manera interna. En este último caso, el FIA deberá también obtener autorización en su capacidad de auto-gestionado.

2.2.1. Procedimiento

El GFIA debe formular su solicitud ante la autoridad competente del estado miembro (tal como la Comisión Nacional del Mercado de Valores en España, la *Financial Services Authority* del Reino Unido o la *Finansinspektionen* de Suecia) donde se encuentre su domicilio, incluyendo la información que resulte necesaria para acreditar su capacidad de realizar sus servicios de gestión y cumplir con los requisitos y condiciones establecidos en la Directiva, tal y como se detalla a continuación⁽⁴⁴⁾:

- a) información sobre las personas que realmente dirigen las actividades del GFIA;
- b) información sobre la identidad de los socios o miembros del GFIA, ya sean directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean participaciones cualificadas y sobre la cuantía de dichas participaciones;
- c) un programa de actividad en el que se exponga la estructura organizativa del GFIA, con información sobre la forma en que el GFIA tiene previsto cumplir con las obligaciones que le impone la Directiva;
- d) información sobre las políticas y prácticas remunerativas;
- e) información sobre las disposiciones adoptadas para la delegación y subdelegación de funciones en terceros.

Adicionalmente, el GFIA deberá también facilitar la siguiente información en relación al FIA que gestione⁽⁴⁵⁾:

- a) información sobre las estrategias de inversión, incluidos los tipos de fondos subyacentes, si el FIA es un fondo de fondos, y la política del GFIA en relación con el uso de apalancamiento, así como los perfiles de riesgo y otras características de los FIA que gestione o tenga previsto gestionar, con información sobre los Estados miembros o terceros países en cuyo territorio estén establecidos o esté previsto que se establezcan;
- b) información sobre el lugar en que se encuentra establecido el FIA principal si el FIA es un FIA subordinado (o «*feeder fund*»);
- c) el reglamento o los documentos constitutivos de cada uno de los FIA que tenga previsto gestionar el GFIA;
- d) información sobre las disposiciones adoptadas para el nombramiento del depositario para cada uno de los FIA que tenga previsto gestionar el GFIA;
- e) toda la información adicional que deberá revelarse a los inversores, conforme se detalla en el apartado 2.4 siguiente.

⁽⁴⁴⁾ Artículo 7.2 de la Directiva.

⁽⁴⁵⁾ Artículo 7.3 de la Directiva.

Un FIA subordinado únicamente podrá beneficiarse del Pasaporte si el FIA principal está también gestionado por un GFIA autorizado⁽⁴⁶⁾.

2.2.2. Requisitos de Capital

Para que un GFIA pueda ser autorizado bajo el régimen establecido en la Directiva, deberá contar con un capital social inicial mínimo de 300.000 euros si se trata de un FIA auto-gestionado o 125.000 euros en caso contrario. Adicionalmente, el GFIA deberá suscribir un seguro de responsabilidad civil profesional o bien tener fondos propios adicionales que sean adecuados para cubrir los posibles riesgos derivados de la responsabilidad profesional en caso de negligencia profesional⁽⁴⁷⁾. Estos requisitos adicionales pueden ser difíciles de cumplir dado que en ocasiones resulta prácticamente imposible obtener un seguro de responsabilidad civil a este respecto debido a las condiciones del mercado y, por tanto, se espera cierta flexibilidad en este sentido. En relación a la cantidad de fondos propios adicionales que deben ser establecidos, la Comisión debe buscar el equilibrio entre proteger a los inversores en caso de una eventual reclamación por negligencia y el coste que supondrá para la industria (y que, en última instancia, será transferido a los propios inversores).

Otros requisitos de capital deben ser cumplidos por GFIA externos, que tendrán que mantener sus fondos propios como mínimo al 0,02% del importe en que el valor de las carteras del GFIA exceda de 250 millones de euros⁽⁴⁸⁾. No obstante, la suma exigible del capital inicial y de la cuantía adicional no podrá sobrepasar los 10 millones de euros⁽⁴⁹⁾. Con el fin de proteger la entidad económica del GFIA, esta cantidad únicamente podrá ser invertida en activos líquidos o activos que puedan ser rápidamente intercambiados por efectivo y no en posiciones especulativas. Estos requisitos de capital no resultan de aplicación a sociedades gestoras que se encuentren sujetas al régimen de la Directiva UCITS, aunque también gestionen AIFs.

1.3. Condiciones de ejercicio de la actividad

2.3.1. Principios Generales

El GFIA deberá satisfacer los siguientes requisitos en todo momento⁽⁵⁰⁾:

- c) operar honestamente, con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, y con lealtad;

⁽⁴⁶⁾ *The New EU Directive on AIFMs*, Morrison & Foerster LLP, 17 de noviembre de 2010.

⁽⁴⁷⁾ Artículo 9.7 de la Directiva.

⁽⁴⁸⁾ Esta cantidad deberá incluir toda cartera de FIA gestionada por el GFIA, incluso cuando se trate de FIA en relación con los cuales el GFIA haya delegado una o varias funciones, pero excluyendo toda cartera de FIA que el GFIA gestione por delegación.

⁽⁴⁹⁾ Artículo 9.3 de la Directiva.

⁽⁵⁰⁾ Artículo 12.1.

- d) actuar en el mejor interés de los FIA que se gestionen o de los inversores de dichos FIA y de la integridad del mercado;
- e) poseer y utilizar con eficacia los recursos y procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad empresarial;
- f) tomar todas las medidas que razonablemente quepa esperar para evitar conflictos de intereses y, cuando no puedan ser evitados, para detectar, gestionar y controlar y, si procede, revelar, dichos conflictos de intereses con el fin de evitar que perjudiquen los intereses de los FIA y de sus inversores y asegurar que los FIA que se gestionen reciban un trato equitativo;
- g) cumplir todos los requisitos reglamentarios aplicables al ejercicio de su actividad empresarial a fin de promover el mejor interés de los FIA que se gestionen o de los inversores de dichos FIA y de la integridad del mercado;
- h) tratar de forma equitativa a todos los inversores de los FIA.

Estos requisitos generales son básicamente una codificación de los principios que han sido consistentemente observados dentro de la industria del *private equity* y consecuentemente recogidos en los documentos constitutivos de los fondos. El cumplimiento de estos principios generales estará ahora vigilado por el organismo supervisor correspondiente, teniendo la Comisión la potestad de determinar el criterio que éste deba aplicar para evaluar dicho cumplimiento⁽⁵¹⁾. En referencia clara a los acuerdos bilaterales con determinados inversores (o *side letters*), la Directiva señala expresamente que ningún inversor podrá recibir un trato preferente, salvo que tal trato preferente se indique en los reglamentos o los documentos constitutivos del FIA de que se trate. Esta norma también forma parte de la práctica de mercado más estándar y ha sido observada por las sociedades gestoras a través de la llamada cláusula de *Most Favoured Nations*, que establece el que la sociedad gestora no pueda otorgar ningún tipo de contrato o acuerdo en relación al negocio o actividad del fondo sin primero revelarlo a todos los inversores, procurando otorgar sustancialmente las mismas disposiciones a cualquier otro inversor que así lo solicite.

2.3.2. Remuneración

Las normas relativas a las políticas de remuneración han sido redactadas de conformidad con lo establecido en la Recomendación de la Comisión de 30 de abril de 2009⁽⁵²⁾ y se derivan de la nueva normativa europea en políticas de remuneración para

⁽⁵¹⁾ AIFM Essentials, European *Private equity* and Venture Capital Association, Bruselas, diciembre de 2010, página 17.

⁽⁵²⁾ Recomendación de la Comisión de 30 de abril de 2009 sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros (2009/384/CE).

instituciones de crédito y firmas de inversión⁽⁵³⁾. Esta normativa resulta aplicable a todos aquellos empleados responsables de asumir riesgos o que ejercen funciones de control, incluyendo a los altos directivos. El principio rector de estas disposiciones es promover una gestión racional y eficaz del riesgo y desincentivar la toma de riesgo que resulte incompatible con el perfil de riesgo y otras normas aplicables al FIA.

A la hora de establecer la política de remuneración, el GFIA debe tener en cuenta las políticas y prácticas remunerativas establecidas en el Anexo II de la Directiva, que deberán ser adaptadas teniendo en cuenta el tamaño y organización interna del GFIA, así como la naturaleza, ámbito y complejidad de su actividad. Dichas políticas incluyen la obligación de que la remuneración fija y variable estén debidamente equilibradas. Cuando la remuneración esté vinculada a los resultados, su importe total se basará en una evaluación en la que se combinen los resultados individuales de cada persona, los de la unidad de negocio o el FIA afectados y los resultados globales del GFIA. La norma también señala que los pagos por la rescisión anticipada de un contrato se basarán en los resultados obtenidos en el transcurso del tiempo y se establecerán de forma que no recompensen los malos resultados, o que al menos el 40% de la remuneración variable o «bonus» sea diferida de 3 a 5 años. Otro principio importante es que los *bonus* deben ser considerablemente reducidos si los resultados del FIA resultan mediocres o negativos, incluso empleando cláusulas de recuperación (*claw-backs*), o que al menos un 50% de la remuneración variable debe ser abonada mediante acciones o participaciones del FIA de que se trate. La política de remuneración deberá ser revelada a la autoridad nacional competente. Así mismo, se deberán incluir en el correspondiente informe anual la cuantía total de la remuneración abonada por el GFIA a su personal, desglosada en remuneración fija y variable, y el número de beneficiarios, y, cuando proceda, las cantidades abonadas por el FIA en concepto de participación diferida⁽⁵⁴⁾.

2.3.3. Conflictos de Interés

La Directiva establece la obligación de implementar un sistema para la resolución de conflictos de interés. Se trata de instaurar un procedimiento adecuado para identificar, prevenir, gestionar y supervisar conflictos de interés a fin de evitar que éstos perjudiquen los intereses de los inversores.

2.3.4. Gestión del Riesgo

El GFIA separará funcional y jerárquicamente las funciones de gestión del riesgo de las unidades operativas, incluida la de gestión de carteras⁽⁵⁵⁾. Aunque esta disposición se encuentra aún sujeta a desarrollo normativo, parece implicar que dichas funciones deben llevarse a cabo por equipos o departamentos separados.

(53) Ver, en particular, Directiva 2006/49/CE, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

(54) Artículo 22.2.e) de la Directiva.

(55) Artículo 15.1 de la Directiva.

2.3.5. Liquidez

Las nuevas obligaciones para controlar la gestión de la liquidez no afectan a los fondos cerrados y no apalancados, por lo que la gran mayoría de los fondos de *private equity* no tendrán que implementarlas. Para los otros FIA se requiere poner en funcionamiento un procedimiento que asegure la liquidez de sus activos así como la realización de pruebas de esfuerzo que les permita evaluar el riesgo de liquidez del FIA.

2.3.6. Normas de Valoración

En la propuesta inicial de la Directiva⁽⁵⁶⁾, la Comisión establecía la obligatoriedad de nombrar un valorador externo para llevar a cabo las valoraciones del FIA, aunque dicha obligación no ha sido recogida en el texto final, donde el nombramiento de un valorador externo tiene carácter potestativo. El GFIA debe crear los procedimientos que resulten necesarios para lograr una valoración independiente y adecuada de los activos del FIA. Adicionalmente, el GFIA tiene la obligación de asegurar que el valor liquidativo neto por acción o participación de los activos del FIA está debidamente calculado al menos una vez al año y que éste es revelado a los inversores. En el caso de los FIA cerrados, las valoraciones deberán también ser realizadas en el momento en que se produzca un aumento o reducción de capital. La definición de «capital» en este caso aún no está claramente definida, pero probablemente equivalga al término «compromiso» para los fondos de *private equity*⁽⁵⁷⁾.

2.3.7. Delegación

La delegación de funciones a terceros deberá ser notificada al organismo correspondiente antes de que ésta resulte efectiva. Así mismo, deberá poder justificarse por razones objetivas y la entidad delegada deberá poseer los recursos necesarios para el desarrollo de sus funciones. Los inversores tienen que ser informados sobre cualquier delegación de las funciones de gestión y potenciales conflictos de interés antes de invertir en el FIA. El GFIA deberá ser también capaz de supervisar el rendimiento de la entidad delegada, dado que el simple hecho de delegar no afecta a la responsabilidad jurídica del GFIA por los asuntos delegados.

2.3.8. Depositario

El GFIA tiene la obligación de nombrar un depositario para cada uno de los FIA que gestione. El depositario deberá desarrollar las siguientes funciones:

- a) asegurar que los flujos de efectivo están convenientemente supervisados;
- b) asegurar que todos los pagos realizados en nombre de los inversores tras la suscripción de acciones o participaciones del FIA han sido recibidos y que

⁽⁵⁶⁾ COM (2009) 207 final, Bruselas, 30-4-2009.

⁽⁵⁷⁾ AIFM Essentials, European *Private equity* and Venture Capital Association, página 34, Bruselas, diciembre de 2010.

éstas cantidades han sido registradas en cuentas abiertas a nombre del FIA en un banco central o en una institución de crédito europea;

- c) guardar custodia y mantener el registro de los activos del FIA;
- d) asegurar que las valoraciones de las acciones/participaciones del FIA, así como las transacciones, son realizadas de conformidad con la ley aplicable; y
- e) asegurar que los ingresos del FIA se aplican de acuerdo con la ley aplicable y normativa del FIA.

Como consecuencia de la naturaleza cerrada de los fondos de *private equity*, los pagos y transacciones con los inversores son relativamente sencillos. A la hora de realizar una inversión, las cantidades desembolsadas de los inversores son casi inmediatamente transferidas a la compañía objeto de la inversión. Aunque las disposiciones relativas al depositario están todavía siendo discutidas por AEVM y serán objeto de desarrollo normativo, es importante resaltar la importancia de que la función de supervisión que deba desarrollar el depositario no implique la creación de cuentas adicionales o cualquier otro medio que pueda retrasar el buen término de la transacción.

2.4. *Requisitos de Transparencia*

2.4.1. Informe anual

El GFIA está obligado a publicar un informe anual de cada uno de los FIA que gestione dentro de los 6 meses siguientes al final del ejercicio económico. Este informe debe estar disponible para aquellos inversores que lo soliciten y deberá presentarse ante el organismo supervisor correspondiente. El informe anual deberá contener al menos la siguiente información⁽⁵⁸⁾:

- a) un balance o un estado de patrimonio;
- b) una cuenta de los ingresos y de los gastos del ejercicio;
- c) un informe sobre las actividades del ejercicio;
- d) todo cambio material en la información a que se refiere el artículo 23 que se haya producido durante el ejercicio objeto del informe;
- e) la cuantía total de la remuneración abonada por el GFIA a su personal, desglosada en remuneración fija y variable, y el número de beneficiarios, y, cuando proceda, las cantidades abonadas por el FIA en concepto de participación diferida⁽⁵⁹⁾; y
- f) el importe agregado de la remuneración, desglosado entre altos cargos y empleados del GFIA cuya actuación tenga una incidencia material en el perfil de riesgo del FIA.

(58) Artículo 22.2 de la Directiva.

(59) *Vid.* apartado 2.3.2 anterior.

La información contable contenida en el informe deberá estar auditada y el informe de auditoría deberá también estar incluido⁽⁶⁰⁾.

2.4.2. Información a los inversores

El GFIA tiene la obligación de poner a disposición de los inversores cierta información, incluso antes de que éstos suscriban su participación en el FIA, entre la que cabría destacar⁽⁶¹⁾:

- i) una descripción de la estrategia y los objetivos de inversión del FIA; información acerca del lugar de establecimiento del FIA; una descripción de los tipos de activos en los que el FIA puede invertir, las técnicas que puede emplear y todos los riesgos conexos; las restricciones de inversión que, en su caso, se apliquen; las circunstancias en las que el FIA podrá recurrir al apalancamiento, los tipos y fuentes de apalancamiento permitidos y los riesgos conexos, así como del nivel máximo de apalancamiento al que el GFIA podría recurrir por cuenta del FIA;
- j) una descripción de los procedimientos por los cuales el FIA podrá modificar su estrategia o su política de inversión, o ambas;
- k) una descripción de los principales efectos jurídicos de la relación contractual entablada con fines de inversión, con información sobre la competencia judicial, la legislación aplicable y la posible existencia de instrumentos jurídicos que establezcan el reconocimiento y la ejecución de las sentencias en el territorio en el que el FIA esté establecido;
- l) la identidad del GFIA, del depositario del FIA, de su auditor y de cualesquiera otros proveedores de servicios, y una descripción de sus obligaciones y de los derechos de los inversores;
- m) una descripción de las funciones de gestión que se hayan delegado y de las funciones de custodia delegadas por el depositario, la identidad de los delegatarios y cualquier conflicto de intereses a que puedan dar lugar tales delegaciones;
- n) una descripción del procedimiento de valoración del FIA y de la metodología de determinación de precios para la valoración de los activos;
- o) una descripción de la gestión del riesgo de liquidez del FIA, incluidos los derechos de reembolso en circunstancias normales y excepcionales, los acuerdos de reembolso existentes con los inversores;

⁽⁶⁰⁾ De acuerdo con la Directiva 2006/46/CE de 14 de junio de 2006 por la que se modifican las Directivas del Consejo 78/660/CEE relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, 83/349/CEE relativa a las cuentas consolidadas, 86/635/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de los bancos y otras entidades financieras y 91/674/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de las empresas de seguros.

⁽⁶¹⁾ De conformidad con el artículo 23.1 de la Directiva.

- p) una descripción de todas las comisiones, cargas y gastos con que corren directa o indirectamente los inversores, con indicación de su importe máximo;
- q) una descripción del modo en que el GFIA garantiza un trato equitativo de los inversores y, en el supuesto de que algún inversor reciba un trato preferente u obtenga el derecho a recibir ese trato, una descripción del trato preferente, el tipo de inversores que obtienen dicho trato preferente;
- r) el procedimiento y las condiciones de emisión y de venta de participaciones; y
- s) el valor liquidativo del FIA según el cálculo más reciente o el precio de mercado más reciente de una participación en el FIA.

Existe un posible inconveniente a la hora de facilitar al inversor determinada información incluso antes de que éste invierta en el FIA. Los fondos de *private equity* normalmente tienen varios cierres. En cada uno de estos cierres se acepta a nuevos inversores con los que se negocian diferentes términos y condiciones del fondo. A modo ilustrativo, es sencillamente imposible poder revelar por adelantado términos preferentes acordados con un inversor que accede al fondo en el segundo cierre a un inversor del primer cierre antes de que éste invierta en el fondo, simplemente porque en el momento en que el inversor del segundo cierre esté negociando dichos términos, el inversor del primer cierre, por definición, ya habría invertido en el fondo. Estas dificultades probablemente sean resueltas por las medidas legislativas de nivel 2, teniendo en cuenta a este respecto la fecha de cierre final.

2.4.3. Notificación de participaciones importantes y de control de sociedades no cotizadas

2.4.3.1. Ámbito

La Directiva define sociedad no cotizada como toda empresa domiciliada en la Unión Europea cuyas acciones no estén admitidas a negociación en un mercado regulado con arreglo a la directiva MiFID⁽⁶²⁾. Esto implica que ciertas empresas cotizadas estarán incluidas dentro del significado de sociedades no cotizadas siempre que sean negociadas en mercados no regulados. Quedan excluidas del ámbito de aplicación del presente apartado las siguientes entidades:

- a) pequeñas y medianas empresas (PYMES)⁽⁶³⁾; y
- b) vehículos de finalidad especial (SPVs) creados para la adquisición, tenencia o administración de bienes inmuebles.

⁽⁶²⁾ Vid. en particular Artículo 4(1), párrafo 14, de la Directiva MiFID.

⁽⁶³⁾ Definidas conforme al artículo 2(1) del anexo de la Recomendación de la Comisión de 6 de mayo de 2003 sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas (2003/361/CE).

El término PYME se define como una empresa que (i) emplea a menos de 250 personas y (ii) cuyo volumen de negocios anual no excede de 50 millones de euros o cuyo balance general anual no excede de 43 millones de euros. El objetivo de estas exenciones es preservar la equidad en las condiciones de las transacciones que lleva a cabo el GFIA frente a otros posibles competidores tales como fondos soberanos u otros agentes del mercado que quieran aprovechar la información en su beneficio⁽⁶⁴⁾.

2.4.3.2. Requisitos de Notificación

El GFIA tiene la obligación de notificar a la autoridad correspondiente cualquier aumento o disminución en el porcentaje de derechos de voto en empresas no cotizadas⁽⁶⁵⁾ en cualquier momento que éste alcance, exceda o se sitúe por debajo de los umbrales del 10%, 20%, 30%, 50% y 75%. Tras la adquisición de más del 50% de los derechos de voto de una empresa no cotizada, el GFIA deberá revelar información adicional a dicha empresa, a sus socios o accionistas y a las autoridades competentes del estado miembro del GFIA, en relación con la identidad del FIA, su política de conflictos de interés y «*la política de comunicación externa e interna relativa a la sociedad, en particular, en lo que respecta a los trabajadores*»⁽⁶⁶⁾.

Adicionalmente, y únicamente cuando se trate de la adquisición de una sociedad no cotizada, el GFIA deberá también revelar sus intenciones con respecto a las actividades futuras de la sociedad no cotizada y las posibles repercusiones sobre el empleo. Esta información es revelada a la compañía y a los otros socios o accionistas, pero no a las autoridades competentes. El GFIA deberá además hacer todo lo posible para que el consejo de administración de la sociedad ponga esta información a disposición de los representantes de los trabajadores o, cuando no existan tales representantes, de los propios trabajadores de la sociedad no cotizada.

2.4.3.3. Confidencialidad

Estas normas están sujetas a las obligaciones de confidencialidad previstas en la directiva de Información y Consulta a los Trabajadores⁽⁶⁷⁾, que establece que los representantes de los trabajadores (o expertos que los asistan, incluyendo asesores) no

⁽⁶⁴⁾ Párrafo 58 de la Exposición de Motivos de la Directiva.

⁽⁶⁵⁾ Cuando el FIA adquiera una participación significativa sobre una sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, dicha información normalmente deberá ser notificada de conformidad con lo establecido en la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

⁽⁶⁶⁾ Artículo 28.2.c) de la Directiva.

⁽⁶⁷⁾ Directiva 2002/14/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2002, por la que se establece un marco general relativo a la información y a la consulta de los trabajadores en la Comunidad Europea.

revelen a sus representados o a terceras partes ninguna información que, en el legítimo interés de la compañía, ha sido expresamente facilitada en confianza. Así mismo, no existe obligación de comunicar información cuando la naturaleza de la misma sea tal que, de acuerdo con un criterio objetivo, perjudicaría seriamente el funcionamiento de la compañía.

2.4.4. Liquidación de activos por partes o *asset stripping*

La práctica conocida como *asset stripping* se refiere a la compra especulativa de empresas con el único objetivo de proceder a su venta por partes. Las disposiciones relativas a esta práctica no estaban incluidas en la propuesta inicial de la Comisión y fueron añadidas con posterioridad por el Parlamento Europeo a fin de evitar que los gestores de *private equity* adquirieran el control de una compañía únicamente con el objetivo de obtener ganancias rápidas⁽⁶⁸⁾, sin añadir valor real a la empresa.

Sin embargo, dichas disposiciones pudieran no estar enteramente justificadas. La política de inversión de los fondos de *private equity* determina unas condiciones particulares a la hora de adquirir una compañía, que comporta el que estas operaciones se encuentren típicamente estructuradas de 3 a 5 años y tengan como instrumento de generación de valor el mejorar la eficiencia y competitividad de dicha compañía. Por tanto, las normas sobre *asset stripping* podrían suponer una carga innecesaria sobre las gestoras de *private equity* que verían de esta forma injustificadamente reducidas sus posibilidades operativas, causando por consiguiente un perjuicio a los inversores.

Cuando un FIA adquiera el control (es decir, más del 50% de los derechos de voto) de una sociedad no cotizada, la Directiva impone la obligación de no facilitar, apoyar o instruir ninguna distribución, reducción de capital, reembolso de acciones y/o adquisición de acciones propias por parte de la empresa, durante un periodo de al menos 24 meses a partir de dicha toma de control. Esta medida no prohíbe cualquier tipo de distribución a los socios durante 24 meses pero únicamente permite la distribución de beneficio en caso de que el activo neto de la compañía sea, al menos, igual al capital suscrito más reservas no distribuibles. Estas restricciones afectarían a la estructuración de las operaciones de compra. Por ejemplo, los dividendos especiales que se pagan tras la recapitalización de la compañía estarían restringidos, así como estructuras que implican que el FIA adquiere, por ejemplo, acciones o participaciones preferentes o de otro tipo con la intención de liquidarlas dentro del periodo de 24 meses.

2.5. *Marketing del FIA*

La Directiva armoniza la gestión de FIAs en la Unión Europea, estableciendo además un marco común para la comercialización de FIAs a inversores profesionales a través de la creación de un permiso válido para toda la Unión conocido como «Pase de Pasaporte Europeo».

⁽⁶⁸⁾ Nota de prensa del Parlamento Europeo, «La Euro cámara aprueba la primera regulación europea de fondos de alto riesgo», asuntos económicos y monetarios, sesión plenaria, 11 de noviembre de 2010.

2.5.1. Procedimiento para un GFIA establecido en la UE para gestionar y comercializar FIAs en la UE

A partir de que la Directiva comience a ser aplicable en 2013, un GFIA establecido en la UE que gestione FIAs de la UE podrá llevar a cabo su comercialización en cualquier estado miembro. Para obtener la autorización correspondiente, será necesario presentar una solicitud (a través de un modelo normalizado) ante las autoridades competentes antes de empezar cualquier actividad de comercialización. Las autoridades competentes únicamente podrán rechazar la solicitud si demuestran que el FIA que solicita autorización no será gestionado de acuerdo con la Directiva. Si se trata de un FIA subordinado⁽⁶⁹⁾ o «Feeder Fund», se requiere que el FIA principal sea también un FIA de la UE y lo gestione un GFIA de la UE autorizado. Esta disposición intenta evitar que los gestores implementen un *Feeder Fund* únicamente para eludir la aplicación de la Directiva. Una vez que se otorga la autorización, el GFIA puede comercializar el FIA en cualquier país de la UE bajo el Pasaporte Europeo.

2.5.2. Normas de comercialización de FIAs establecidos fuera de la UE

A partir del año 2015, los GFIA de fuera de la UE («No-UE GFIA») podrán comercializar FIAs de fuera de la UE («No-UE FIA») con el Pasaporte Europeo siempre que, además de cumplir con todos los requisitos establecidos en la Directiva en relación a los GFIA de la UE, se cumpla con determinadas condiciones:

- a) se deben establecer los acuerdos de cooperación que resulten pertinentes entre las autoridades del estado miembro de referencia y las autoridades de supervisión del país donde se encuentre establecido el No-UE GFIA;
- b) el tercer país en el que esté establecido el FIA de fuera de la UE no puede figurar en la lista de países y territorios no cooperantes establecida por el Grupo de acción financiera sobre el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo; y
- c) los Estados miembros en los que se pretende comercializar las participaciones de un No-UE FIA habrán firmado con el país en el que está establecido un acuerdo que se ajuste al Modelo de Convenio Tributario sobre la Renta y sobre el Patrimonio de la OCDE.

Los No-UE GFIA pueden optar, por el contrario, por continuar comercializando No-UE FIA sin el Pasaporte Europeo. Al menos hasta el año 2018, los No-UE GFIA pueden comercializar No-UE FIAs bajo un régimen de autorización especial que no requiere cumplir con todos los requisitos establecidos en la Directiva. En este caso, los No-UE GFIA únicamente tendrán que cumplir con las condiciones de transparencia de

⁽⁶⁹⁾ FIA subordinado se define como un FIA que invierta al menos el 85% de sus activos en participaciones de otro FIA (el FIA principal).

la Directiva⁽⁷⁰⁾, además de con lo establecido en los regímenes nacionales de inversión privada (o *private placement regimes*). Está previsto que en 2017 la AEVM revise la compatibilidad y operatividad de los regímenes nacionales de inversión privada con la Directiva y emita una recomendación para concluir o ampliar el periodo de vigencia de dichos regímenes, por lo que al menos hasta 2018 esta normativa continuará siendo de aplicación.

3. Impacto de la Directiva en la industria del *private equity*

3.1. Costes de la adaptación a la Directiva

La entrada en vigor de la Directiva va a generar ciertos costes que el GFIA tendrá que afrontar a fin de cumplir con este nuevo régimen normativo. Algunos de estos costes son de carácter puntual, mientras que otros son costes corrientes derivados de la propia actividad del GFIA.

3.1.1. Costes puntuales

i. Nuevos requisitos de capital

Los costes derivados de las nuevas exigencias de capital son especialmente elevados para la industria del *private equity* y el *venture capital*, dado que otros gestores de fondos alternativos ya se encuentran sujetos a una normativa más exigente con la directiva sobre requisitos de capital⁽⁷¹⁾. Tradicionalmente, cuando se trataba de evaluar los posibles riesgos de impago, los fondos de *private equity* y *venture capital* han sido considerados de un perfil de riesgo más bajo, en parte gracias a su particular sistema de desembolsos y a su carácter cerrado. Los nuevos requisitos de capital tendrán un impacto mayor en fondos más pequeños (típicamente de *venture capital*) que en los de mayor tamaño, con el consiguiente perjuicio a las firmas más pequeñas que intentan permanecer o acceder al mercado. Los nuevos requisitos de capital podrían constituir una importante barrera de entrada para nuevas firmas⁽⁷²⁾. Este efecto tendría también un impacto negativo en innovación y crecimiento, dado que las firmas de *venture capital* tienden a centrarse más en financiar negocios y compañías en su etapa inicial de desarrollo. Sin embargo, el límite de aplicación previsto por la Directiva⁽⁷³⁾ debería evitar esta situación, por lo que, en su caso, las firmas más pequeñas tendrán que renunciar a los beneficios que se derivan de estar completamente sujetos a la Directiva. En España, no obstante, la actual legislación sobre capital riesgo impone unos requisitos de capital similares y el impacto de estas normas en particular será más bien reducido.

⁽⁷⁰⁾ En particular, con los artículos 22, 23, 24, 26, 27, 28, 29 y 30 de la Directiva.

⁽⁷¹⁾ De acuerdo con lo establecido en el artículo 18.1 de la Directiva 2006/49/CE de 14 de junio de 2006 sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

⁽⁷²⁾ *The EU's AIFM Directive: Likely impact and best way forward*, Mats PERSSON, septiembre de 2009, página 42.

⁽⁷³⁾ *Vid.* apartado 2.1.3.

ii. Delegación

La mayoría de las gestoras globales de activos tienen delegadas algunas de las funciones de sus GFIA en otras entidades. Dichas entidades forman normalmente parte de su estructura empresarial y se encuentran repartidas por todo el mundo, incluyendo países fuera de la Unión Europea. Por tanto, estas gestoras tendrán que tomar las medidas que resulten necesarias (reubicación de personal, duplicación de funciones y sistemas) a fin de cumplir con los nuevos requisitos de delegación hasta que se haya establecido un acuerdo de cooperación entre las autoridades competentes de los países en cuestión. Cuando el tamaño del fondo y/o la cantidad suscrita por inversores europeos no compense los costes, las gestoras podrían decidir no comercializar dichos fondos en la UE.

Estos costes probablemente afecten más a grandes GFIA que típicamente gestionan *hedge funds* y otros FIAs. El impacto para las firmas de *private equity* será más bien limitado y los fondos de *venture capital* quedaran normalmente excluidos, dado que habitualmente no están gestionados por gestoras globales de activos. Aunque una estimación de estos costes podría resultar difícil de determinar, algunos estudios han calculado un coste medio de 8 puntos básicos⁽⁷⁴⁾. Debido al impacto limitado que estos costes tendrán en la industria del *private equity* en comparación con otros FIAs, asumiremos un coste medio de 4 puntos básicos.

iii. Restructuración Legal

Los GFIA podrían incurrir en costes adicionales cuando adapten la estructura de los FIAs que gestionen a las disposiciones establecidas en la Directiva. La restructuración legal es analizada con mayor detenimiento en el apartado 3.2 siguiente. Aunque la determinación del coste que supondrá adaptar la estructura legal de cada AIF es compleja y debería ser determinada caso por caso, se deben esperar costes significativos para poder adaptar los AIFs existentes al concepto de «un solo GFIA». Se ha estimado un coste de unos 14 puntos básicos a este respecto⁽⁷⁵⁾.

3.1.2. Costes corrientes

iv. Valoración

Es todavía difícil concluir cuál será el impacto real de los nuevos requisitos de valoración. Independientemente del hecho de que el nombramiento de un evaluador externo independiente haya sido establecido finalmente como opcional, la Directiva incluye la obligación de establecer un procedimiento de valoración independiente. Los gestores de *private equity* y *venture capital* por lo general siguen el criterio establecido

⁽⁷⁴⁾ *Impact of the proposed AIFM Directive across Europe*, Charles River Associates, octubre de 2009, página 108.

⁽⁷⁵⁾ *Ibid.* 49, página 111.

en las *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines* ⁽⁷⁶⁾, que constituye una práctica habitual en la determinación del valor razonable de los activos bajo gestión. Tendremos que esperar a la aprobación definitiva de las medidas de nivel 2 para ver el alcance de esta obligación, en particular si los administradores serán capaces de llevar a cabo sus valoraciones siguiendo pautas objetivas, o si, de lo contrario, será necesario reforzar la independencia estructural de su departamento de valoración.

v. Depositario

La designación de un depositario tiene como fin controlar los flujos de efectivo (*cash flow*), custodiar los activos del fondo y asegurarse de que las valoraciones y las distribuciones se realizan de acuerdo con la ley y las normas aplicables al FIA. Este requisito implica un coste adicional considerable. Muchas de las funciones llevadas a cabo por el GFIA serán duplicadas por el depositario dado que el GFIA ya viene desarrollando estas funciones como parte del proceso de inversión y valoración. Los políticos justifican este gasto adicional en base a la necesidad de proteger a los inversores contra un potencial fraude por el GFIA, citando las pérdidas sufridas por los inversores en fondos de Madoff como ejemplo, a pesar del hecho de que los fondos europeos de Madoff estaban sujetos a la normativa de UCITS existente, incluyendo en lo que respecta al depositario.

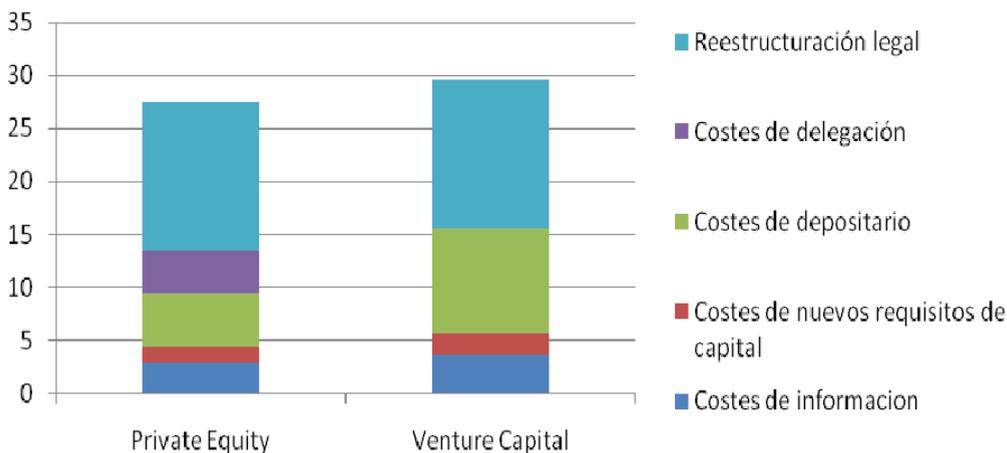
vi. Requisitos de Información

Aunque la mayoría de información que debe ser revelada estaba ya incluida en las notificaciones e informes provistos por los fondos de *private equity*, ahora existe información adicional que debe ser facilitada como la identidad del depositario, los planes de negocio y las funciones delegadas. Sería también necesario implementar un procedimiento apropiado a fin de llevar a cabo las notificaciones correspondientes en relación a la toma de control de compañías en cartera. Los FIA apalancados deberán además facilitar mayor información acerca de sus procedimientos de liquidez.

Algunos estudios estiman que los costes de los nuevos requisitos de información para fondos de *private equity* y *venture capital* se encuentran alrededor de 26.000 euros por cada compañía en cartera ⁽⁷⁷⁾. Aunque los costes en términos absolutos son mayores para los fondos de *private equity* (debido a que invierten en compañías más complejas), los costes en términos relativos es más alto para el *venture capital*, dado que estos fondos tienden a ser más pequeños.

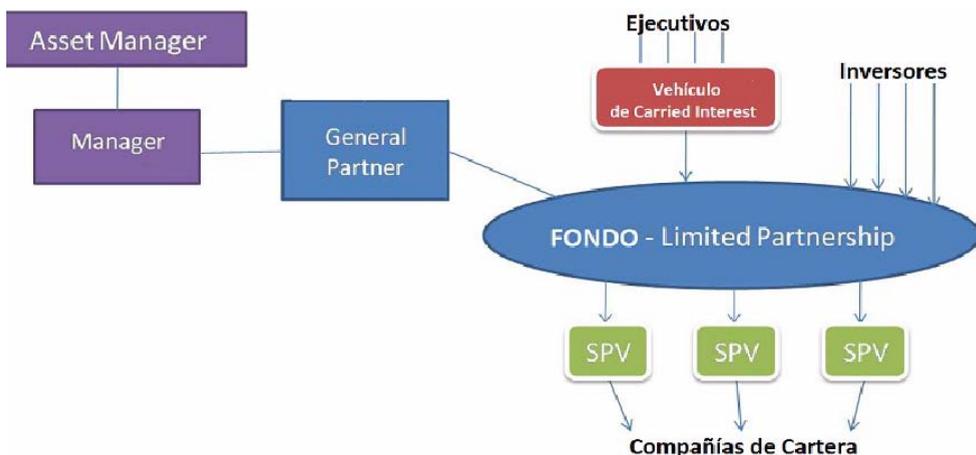
⁽⁷⁶⁾ Para más información: <<http://www.privateequityvaluation.com>>.

⁽⁷⁷⁾ Ibid. 45, página 97.



3.2. Impacto en el funcionamiento y en la estructura del FIA

La DGFIA causará un impacto significativo en la estructura y funcionamiento de los fondos de *private equity*. La mayoría de estas estructuras son complejas, por lo que en ocasiones es difícil determinar qué entidad debe ser considerada el GFIA de acuerdo con la Directiva. El siguiente organigrama muestra lo que sería la estructura estándar de un fondo de *private equity*:



Cuando se trata de estructurar un fondo de *private equity*, se deben tener en cuenta distintos elementos a fin de poder crear un fondo que resulte atractivo tanto a potenciales inversores como al equipo gestor que vaya a gestionar el fondo. Los inversores, normalmente, querrán que su responsabilidad este limitada a su aportación o compromiso al fondo, al tiempo que los gestores querrán tener una estructura que permita la

gestión eficiente de los activos del fondo sin debilitar su capacidad corporativa. De este modo, la estructura estándar de los fondos de *private equity* emplea las *limited partnerships* (generalmente en países anglosajones) o sociedades comanditarias donde los *limited partners* o socios comanditarios tienen su responsabilidad limitada a sus compromisos de inversión al fondo, mientras que el *general partner* o socio colectivo tiene una responsabilidad ilimitada. Por este motivo es recomendable constituir un *general partner* por cada fondo que se gestione. Los gestores o ejecutivos del fondo estarán en este caso dentro de una o varias sociedades gestoras o managers que suscribirán un acuerdo de gestión con el *general partner*.

El Artículo 5.1 de la Directiva establece la obligación de que los estados miembros se aseguren de que todo FIA se encuentre gestionado por un solo GFIA. El Artículo 4.1.c) de la Directiva define el término «GFIA» como toda persona jurídica cuya actividad habitual consista en gestionar uno o varios FIA. En una estructura como la que acabamos de señalar la cuestión sería qué criterio debe ser el que determine quién debe ser considerado como único GFIA, dado que los servicios de gestión pueden ser prestados por distintas entidades y no por una sola. Esta cuestión llega a ser incluso más compleja cuando cada una de las entidades que prestan servicios de gestión se encuentra en países y jurisdicciones diferentes, tanto dentro como fuera de la UE. Esta multiplicidad de gestores, que se da en la práctica habitual de las gestoras más importantes del mundo, podría no encajar con el concepto de tener un «solo GFIA».

4. Conclusión

A pesar de que la publicación de la propuesta de la Comisión ha sido muy discutida y muchas enmiendas fueron introducidas durante el periodo de negociación, todavía existen algunas preocupaciones acerca de los efectos negativos que podría llegar a tener la implementación de la Directiva. En particular, las nuevas normas de transparencia podrían situar a la industria europea de *private equity* en una situación de desventaja competitiva en relación a otros fondos no europeos. La obligación de facilitar información referente al plan de negocio de las compañías participadas podría conllevar la revelación de información estratégica de dichas compañías en beneficio de sus competidores.

Otra norma que podría parecer innecesaria sería la referente a la obligación de nombrar un depositario. La opinión general en la industria del *private equity* es que el depositario se dedicaría a doblar las funciones que ya ejercen los gestores y que, de hecho, están obligados a ejercer en base a su régimen de responsabilidad jurídica. La mayoría de los fondos de *private equity* se encontraban ya sujetos a la obligación de auditar sus cuentas, por lo que el nombramiento de un depositario parecería no aportar una mayor protección al inversor sino, simplemente, unos mayores costes operativos. Las posibles ventajas de la Directiva, tal como el llamado Pasaporte Europeo, parecen haber sido sobrevaloradas en comparación con los requisitos para obtenerlas. Los gestores de *private equity* negocian constantemente las condiciones de sus fondos durante el periodo de suscripción, por lo que estar sometidos a la aprobación previa del supervisor resulta una carga poco apropiada.

Probablemente en los próximos años veamos a muchos GFIAs que actualmente tienen o tenían sus fondos dentro de la UE emigrar sus estructuras a otros países fuera de la Unión. Tras la entrada en vigor de la Directiva en el año 2013, los gestores con estructuras no europeas podrán seguir comercializando sus fondos dentro de la UE bajo los regímenes nacionales de inversión privada siempre que cumplan con las condiciones de transparencia de la Directiva. Los regímenes nacionales de inversión privada serán revisados en 2017 y estarán en vigor al menos hasta 2018, que será cuando la Comisión decida si éstos deben o no prorrogarse.

Aunque todavía se está discutiendo el contenido de las normas de nivel 2, en base a los cálculos señalados en este análisis se podría estimar un coste medio para la industria en torno al 3% de cada FIA. Costes que más tarde o más temprano se trasladarán a los inversores en forma de menores beneficios. En consecuencia, habrá menos capital disponible para invertir, por lo que en última instancia podría derivarse un efecto negativo en el crecimiento económico.

Rogelio Fernández de la Calle
Abogado

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

BRUYNELL, A., «Crise, marchés, entreprises financiers: le retour de la réglementation? “De 2008 à 2010: illusions ou changements?”», en *Euredia* n.º 1 (2011), p. 59.

EINSELE, D., *Bank- und Kapitalmarkt-recht-Nationale und Internationale Bankgeschäfte*, 2.ª ed., Tubinga (2010). XXXI-580 pp.

FERRETTI, R., «The legal measures taken in Italy in reply to the crisis: inventory, presentation and comments», en *Euredia* n.º 1 (2011), p. 27.

GOYET, C./RONTCHEVSKI, N./STORCK, M., «Une tentative de réponse française à la crise financière: commentaire de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010», en *Revue trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n.º 1 (2011), p. 138.

LAMFALUSSY, A., «Quelles réformes aux niveaux national, européen et “global” pour prévenir une nouvelle crise systémique?», en *Euredia* n.º 1 (2011), p. 109.

PORTALE, G.B., «Proprietà e organizzazione dell’impresa (per gli ottant’anni di Guido Rossi)», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 1.ª (2011), p. 411.

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

BOOS/FISCHER/SCHULTE/MATTER, *Kreditwesengesetz. Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften*, 3.ª ed., Munich (2008), LVII-3201 pp.

QUARTICELLI, P., «Gestione negoziata della crisis di impresa e autotutela preventiva dei diritti dei creditori nel confronto fra la riforma francese della procédure de conciliation e la nuova disciplina degli accordi di ristrutturazione dei debiti», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 1, parte 1.ª (2011), p. 11.

SMITH, A.M./GILBERT, P., «Fair Credit Reporting Act Update-2010», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 473.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

RUMEAU-MAILLOT, H., «Les mesures prises par l’Union européenne en réponse à la crise: inventaire, présentation et commentaire (suite et fin)», en *Euredia* n.º 1 (2011), p. 53.

SOUSI, B., «Le réglementation bancaire de l’Union européenne après la crise: Un monde sans conscience et sans confiance?», en *Euredia* n.º 1 (2011), p. 121.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

BENEDETTELLI, M.V., «“Centre of Main Interests” of the Debtor under EU Regu-

lation n. 1346/2000 and Insolvency of Cross-Border Groups: a Private International Law Perspective», en *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* n.º 69 (febrero 2011), p. 12.

BIANCO, M./MARCUCCI, M., «Groups and groups' bankruptcy discipline in Italy», en *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* n.º 69 (febrero 2011), p. 81.

DIPACE, G., «Sanzioni amministrative ed accesso al rapporto ispettivo di una banca sottoposta a procedura di crisi», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 2.ª (2011), p. 345.

GIORGIANTONIO, E., «Transazione con amministratori e sindaci e responsabilità del direttore generale di fatto di una banca», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 2.ª (2011), p. 327.

MAZZONI, A., «Cross-border insolvency of multinational groups of companies: proposals for and European approach in the light of the UNCITRAL approach», en *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* n.º 69 (febrero 2011), p. 13.

MEVORACH, I., «Multinational Enterprise Groups in Insolvency: A Comment on UNCITRAL's Proposals and Future Prospects within the EU», en *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* n.º 69 (febrero 2011), p. 103.

PAULUS, C.G., «Ways towards a Group Insolvency Law», en *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* n.º 69 (febrero 2011), p. 29.

RODRÍGUEZ, R., «Latest developments in Switzerland: the Swissair insolvency and (some of) its ongoing consequences», en *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* n.º 69 (febrero 2011), p. 109.

SÁNCHEZ-CALERO, J./FUENTES NAHARRO, M., «Grupos y concurso: las recomendaciones de UNCITRAL y el Derecho español», en *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* n.º 69 (febrero 2011), p. 47.

— CAJAS DE AHORROS

ARIÑO ORTIZ, G., «Reflexión sobre las Cajas y su régimen jurídico dual», en *El Cronista del Estado Social y Democrático de Derecho* n.º 22 (2011), p. 34.

CALVO VÉRGEZ, J., «La recapitalización de las cajas de ahorros», en *Diario La Ley* n.º 7656 (21 de junio de 2011).

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

CAPRIGLIONE, F., «Holding di partecipazione e nuova regolazione degli intermediari finanziari», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.ª (2011), p. 196.

LENER, R./GALANTUCCI, L., «A che serve oggi il sindacato giurisdizionale sui provvedimenti sanzionatori delle Autorità di vigilanza?», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 1, parte 2.ª (2011), p. 81.

MARANO, P., «L'offerta al pubblico di fondi pensione aperti e PIP e la disciplina sull'intermediazione assicurativa», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.ª (2011), p. 209.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

CORAPI, E., «“Public” e “private enforcement” nell'ordinamento bancario: un recente caso di cartello tra banche in Francia», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.ª (2011), p. 235.

— CONTRATOS BANCARIOS

APATHI, P./KOZIOL, H., *Akkreditiv und Garantie*, 2.ª ed., vol. V, en *Österreichisches Bankvertragsrecht*, Viena-Nueva York (2009), XXIX-398 pp.

ATTARD, J., «Du camp d'application du devoir de conseil du banquier», en *Revue trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n.º 1 (2011), p. 11.

BRODI, E., «Dal dovere di far conoscere al dovere di far “comprendere”: l'evoluzione

del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.ª (2011), p. 249.

COSTI, R., «Banca etica e responsabilità sociale delle banche», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.ª (2011), p. 165.

COVINGTON, P.E.M./MUSSELMAN, M., «2010 Privacy and Data Security Developments», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 483.

CHIONNA, V.V., «Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 1, parte 1.ª, (2011), p. 1.

FRANZÉN, T.G./HARREL, A.C., «Introduction to the 2011 Annual Survey of Consumer Financial Services Law», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 409.

GEMPERLE, D.E./ROJC, K.J., «Auto Finance: Litigation and Legislative Developments Impacting Supplemental Products», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 495.

GIUSSANI, A., «Azione di classe e tutela antitrust: profile processuali», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 1.ª (2011), p. 371.

GRAF VON WESTPHALEN, F., «Ein wirklich mutiger Vorschlag zum Europäischen Vertragsrecht», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 21 (2011), p. 983.

KÖTZ, H., *Vertragsrecht*, Tubinga (2009), VII-547 pp.

LUCAS, L.A./NARITA, T.B./CHRISTAKIS, A.-K. S., «Recent Cases Concerning the Treatment of Attorney Debt Collectors Under the FDCPA», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 551.

MARTÍN LÓPEZ, J., «Protección del consumidor y crédito al consumo. Análisis del Proyecto de Ley de contratos de crédito al consumo», en *Revista de Derecho Privado* n.º 3-4 (2011), p. 59.

MELI, V., «L'applicazione della disciplina delle pratiche commerciali scorrette nel "macrosettore crédito e assicurazioni"», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 1.ª (2011), p. 334.

NONNE, L., «Il microcredito solidale: profili tipologici e proposte disciplinari», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 1, parte 1.ª (2011), p. 49.

SCOGNAMIGLIO, A., «Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 1, parte 2.ª (2011), p. 18.

STINNEFORD, R.S./HOBSON BROWN, L./MODLIN DAVID, C., «Current Developments in Bank Deposits and Payment Systems», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 507.

TARDIVO, C.M., «Finanziamento agrario di "soccorso" ed altre ipotesi di obbligo a contrarre», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.ª (2011), p. 159.

— CUENTA CORRIENTE

SALANITRO, U., «L'inizio della decorrenza della prescrizione dell'azione di ripetizione degli interessi anatocistici nel conto corrente bancario: orientamento giurisprudenziali e soluzioni legislative», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 1.ª (2011), p. 400.

— PRÉSTAMO

BRENNAN, C.M./NAIMON, J.P./PARKER, J.A., «Truth in Lending Update-2010», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 413.

GOTTLIEB, R.E./NATARELLI, B.J., «Update on Loan Modification Litigation», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 539.

ROPIEQUET, J.L./NAVEJA, C.S./NOONAN, L.J., «Fair Lending Developments: Enforcement Comes to the Fore», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 447.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD
BANCARIA

CAGGIANO, J.R./DOZIER, J.L./HACKETT, R.P./AXELSON, A.B., «Mortgage Lending Developments: A New Federal Regulator and Mortgage Reform Under the Dodd-Frank Act», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 457.

CASAS ROJO, J.C., «Calificación de cláusulas de vencimiento anticipado en las hipotecas», en *Diario La Ley* n.º 7655 (20 de junio de 2011).

CASTILLA CUBILLAS, M., «La responsabilidad patrimonial limitada en los préstamos hipotecarios como instrumento de modulación de los precios inmobiliarios», en *Actualidad Civil* n.º 12 (quincena del 16 al 30 de junio de 2011), t. I, p. 1355.

CERVILLA GARZÓN, M.ª D., «Estudio sobre la compatibilidad de las normas que regulan la garantía personal dependiente en el “Draft Common Frame of Reference” con el Código Civil Español», en *Revista de Derecho Privado* n.ºs 3-4 (2011), p. 29.

CUCCOVILLO, M., «Clausola di pagamento “a prima richiesta” (e “senza eccezioni”) e qualificazione della garanzia personale», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 2.ª (2011), p. 300.

FÖRSTER, C., *Die Fusion von Bürgschaft und Garantie*, Tubinga (2010), XXII-548 pp.

GARCÍA CRESPO, J.M., «Mercado hipotecario y seguridad jurídica», en *Diario La Ley* n.º 7661 (28 de junio de 2011).

KLINGEL, K., *Die Principles of European Law on Personal Security als neutrals*

Recht für international Bürgschaftsverträge, Tubinga (2009), XXVII-346 pp.

KROMER, J.P./SHAIZ, S./CANNON, J.W., «2010 Survey of RESPA Developments», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 435.

LOTTA, F., «Sul conflitto tra privilegio a favore del promissario acquirente di immobile e ipoteca», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 1, parte 2.ª (2011), p. 70.

PUPPO, C.A., «Prevalenza dell’ipoteca iscritta anteriormente alla trascrizione del contratto preliminare nel conflitto con il privilegio speciale in favore del promissario acquirente», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 1, parte 2.ª (2011), p. 61.

— CRÉDITO DOCUMENTARIO

NIELSEN, J., *Richtlinien für Dokumenten-Akkreditive*, 3.ª ed., Munich (2009), XII-166 pp.

— OTROS SERVICIOS FINANCIEROS.
TARJETA DE CRÉDITO

LIBERTINI, M., «Brevi note su concorrenza e servizi di pagamento», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 1.ª (2011), p. 181.

POINDEXTER, O., «Update on CARD Act Rules-Credit Cards», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 423.

RICO CARRILLO, M., «La regulación del contrato de emisión de tarjetas en la normativa sobre servicios de pago», en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 112 (2011), p. 3.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

BACHMANN, G., «Zur Umsetzung einer Frauenquote im Aufsichtsrat», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 24 (2011), p. 1131.

BORK, B., «Zur Einbeziehung von Pakterwerben in die Erfolgsquote nach § 39 a III 3 WpÜG», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 17 (2011), p. 650.

BUYLE, J.-P., «La gouvernance d'entreprise: outil de prévention de crises ou emplâtre sur une jambe de bois? Bref compte rendu du débat», en *Euredia* n.º 1 (2011), p. 87.

GARDELLA, A., «Azione individuale del socio e dei terzi contro gli amministratori di società straniera e "confini" del diritto societario», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.ª (2011), p. 222.

GEHLING, C., «Diskussionsbericht zu "Deutscher Corporate Governance Kodex – Eine kritische Bestandsaufnahme"», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 23 (2011), p. 1181.

GILLIAMS, H., «Stress testing the regulator: review of State aid to financial institutions after the Lehman collapse (Summary)», en *Euredia* n.º 1 (2011), p. 133.

GRAF, P., «A Realistic Approach to Officer Liability», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 315.

GROOTERHORST, J., «Das Einsichtnahmerecht des ausgeschiedenen Vorstandsmitgliedes in Geschäftsunterlagen im Haftungsfall», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 11 (2011), p. 389.

HOFFMANN-BECKING, M., «Zehn kritische Thesen zum Deutschen Corporate Governance Kodex», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 25-26 (2011), p. 1173.

JAHN, J., «Brüssel knöpft sich die Corporate Governance vor», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 12 (2011), p. 454.

LE CANNU, P./DONDERO, B., «Les droits des actionnaires des sociétés cotées», en *Revue trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* n.º 1 (2011), p. 124.

MARTIN LAPRADE, F., «Hermès: une dérogation aux allures de cadeau empoisonné. Note sous AMF, 7 janvier 20011, n.º 211C0024», en *Revue des Sociétés* n.º 6 (2011), p. 364.

PACLOT, Y., «Le juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées», en *Revue des Sociétés* n.º 7-8 (2011), p. 395.

POGUNTGKE, D., «Anerkennungsprämien, Antrittsprämien und Untreuestrafbarkeit im Recht der Vorstandsvergütung», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 19 (2011), p. 893.

KREMER, T., «Der Deutsche Corporate Governance Kodex auf dem Prüfstand: bewährte Selbst-oder freiwillige Überregulierung?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 25-26 (2011), p. 1177.

SCHILLER, S., «Pactes, statuts, règlement intérieur: quelle hiérarchie?», en *Revue des Sociétés* n.º 6 (2011), p. 331.

THÜSING, G./STIEBERT, T., «Altersgrenzen bei Organmitgliedern», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 17 (2011), p. 641.

WACLAWIK, E., «Beschlussmängelfolgen von Fehlern bei der Entsprechenserklärung zum DCGK», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 19 (2011), p. 885.

WUTSCHER, R.T./BEAM, D.L., «The Dodd-Frank Act's New Federalism», en *The Business Lawyer* n.º 2 (2011), p. 519.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN
DE LOS MERCADOS

WAGNER, K.R., «Anlegerschutzverbesserung und “Grauer Kapitalmarkt”», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 16 (2011), p. 609.

— ADMISIÓN A COTIZACIÓN
Y EXCLUSIÓN

RUBEL, J./KUNZ, E., «Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses beim “Delisting” aus einem Qualitätssegment des Freiverkehrs?», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 11 (2011), p. 399.

— CONTRATOS BURSÁTILES.
EN GENERAL

BARILLÀ, G.B., «Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 2.ª (2011), p. 281.

HANOWSKI, B., «Zins-Swap-Urteil des BGH – Auslöser einer neuen Finanzkrise?», en *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* n.º 15 (2011), p. 573.

SCOTTI CAMUZZI, S., «La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il “decreto Eurosim” e prima e dopo la recezione della MIFID)», en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 3, parte 1.ª (2011), p. 287.

— OPAS

HITZER, M./DÜCHTING, H., «Flankierung des Übernahmerechts durch weitere Reformen den Beteiligungstransparenz im WpHG?», en *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* n.º 23 (2011), p. 1084.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

DEZEUZE, E., «Confirmations et évolution du régime juridique de manquement d’initié, Com. 8 févr. 2011», en *Revue des Sociétés* n.º 7-8 (2011), p. 432.

VARONI, S., «Abuso d’informazioni privilegiate, competenza territoriale e luogo di acquisizione della titolarità di strumenti finanziari negoziati in Borsa: la conferma di molte incertezze», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, parte 2.ª (2011), p. 191.

— SOCIEDADES Y FONDOS
DE INVERSIÓN

GIRINO, E., «Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 1, parte 2.ª (2011), p. 35.

WOHLTMANN, T., «Zulässige Tätigkeiten eines Real Estate Investment Trusts (REIT)», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 12 (2011), p. 444.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

DI MARCELLO, T., «Delegazione titolata accettata con clausola “sempreché le Somme siano libere o disponibili” ed accezioni opponibili al delegatario», en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 1, parte 2.ª (2011), 121.

PINTO, V., «Illecito del terzo, danno riflesso e legittimazione dell’azionista», en

Banca Borsa Titoli di Credito n.º 2, parte 2.ª, (2011), p. 138.

— OBLIGACIONES

SCHLITT, M./HEKMAT, S.R./KASTEN, R.A., «Aktuelle Entwicklungen bei High-Yield Bonds», en *Die Aktiengesellschaft* n.º 12 (2011), p. 429.

ÍNDICE GENERAL DEL AÑO 2011

	N.º de revista	Página
ARTÍCULOS		
— El Sistema Europeo de Supervisión Financiera. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	121	9
— La Junta europea de riesgo sistémico. The European Board of Systemic Risk. <i>María de la Sierra Flores Doña</i>	121	61
— De la «banca pública» a las entidades de crédito públicas: delimitación y tipología. El caso español. <i>María Amparo Salvador Armendáriz</i>	121	93
— El acuerdo de reactivación en las sociedades de capital. <i>Arturo García Sanz</i>	122	7
— El consumidor ante las cláusulas abusivas en los contratos bancarios. <i>Lourdes Moreno Liso</i>	122	47
— Naturaleza jurídica y tratamiento concursal del <i>leasing</i> . <i>Blanca Torrubia Chalmeta</i>	122	87
— La eliminación del plazo obligatorio para la liquidación de los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) y la desprotección legal de sus partícipes. <i>Manuel Castilla Cubillas</i>	122	111
— Las «golden shares» o «acciones de oro» y la proscripción del privilegio. <i>Antonio Tapia Hermida</i>	123	9
— Fusiones y adquisiciones y consejeros independientes. El papel del Comité especial para fusiones y adquisiciones. <i>Javier Megías López</i>	123	75
— Régimen jurídico de las acciones rescatables: nuevas perspectivas y problemática actual (I). <i>Jorge López Curbelo</i>	123	105
— Las nuevas Reglas Uniformes de la CCI relativas a las garantías a primer requerimiento. <i>Alberto Díaz Moreno</i>	124	7
— Régimen jurídico de las acciones rescatables: nuevas perspectivas y problemática actual (II). <i>Jorge López Curbelo</i>	124	57

CRÓNICA

— Las cajas de ahorro: propiedad y ejercicio de las cuotas participativas ante el RD 11/2010. ¿Fin de su naturaleza jurídica? <i>Manuel Martínez Mercado</i>	121	137
— Riesgos legales en la inversión de las reservas exteriores por el Banco de España. <i>África Pinillos Lorenzana</i> . .	121	161
— El Real Decreto-ley 11/2010 y la «mercantilización» de las cajas. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	121	173
— El capital social mínimo cooperativo y la reforma contable. <i>Alfredo Rocafort Nicolau</i>	122	133
— La <i>business judgment rule</i> en los procesos de M&A. <i>Cristina Guerrero Trevijano</i>	122	181
— Evolución reciente del marco normativo regulador del sistema financiero y del sistema tributario en el Principado de Andorra. <i>Emilio Díaz Ruiz y Luis Viñuales Sebastián</i>	122	205
— El fiador «vulnerable» y su protección por el Derecho. <i>Pablo Gómez-Blanes</i>	123	167
— La retribución de la alta dirección en entidades financieras: de los nuevos principios a las normas de obligado cumplimiento. <i>José Manuel Ortiz de Juan</i>	123	203
— Tracking stocks (acciones «sectoriales») en el Derecho societario argentino. <i>Carlos Molina Sandoval</i>	123	229
— Algunas cuestiones en torno a las garantías financieras del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, tras su primer lustro de vigencia. <i>Juan Hormaechea Alonso</i> .	124	151

DOCUMENTOS

— Conclusiones de <i>The Financial Crisis Inquiry Report</i> . <i>Mónica Fuentes Naharro e Isabel Fernández Torres</i> .	121	191
--	-----	-----

JURISPRUDENCIA

— Nulidad de «cláusulas suelo» de intereses en contratos de préstamo hipotecario. Comentario a la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Sevilla de 30 de septiembre de 2010 (Sentencia 246/2010). <i>Celia Martínez Escribano</i>	121	209
— De nuevo en torno al pagaré electrónico (a propósito de la Sentencia de 13 de julio de 2010, de la Audiencia Provincial de Barcelona). <i>Apol·lònia Martínez Nadal</i>	122	221
— Póliza de crédito: nulidad por error de hecho y restitución de las prestaciones. <i>Celia Martínez Escribano</i>	123	265
— A propósito de los contratos de permuta de tipos de interés (Swaps). <i>Emilio Díaz Ruiz y Julio Iglesias Rodríguez</i>	124	213
— Ejecución hipotecaria y dación en pago (A propósito del Auto de la Audiencia Provincial de Navarra de 17 de diciembre de 2010). <i>Mariano Hernández Arranz</i>	124	247

NOTICIAS

— El control jurisdiccional de las cláusulas abusivas. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	121	243
— Asesoramiento en materia de inversión: Guía de la CNMV de 28 de diciembre de 2010. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	121	245
— La reforma de la normativa española sobre solvencia bancaria y la debatida retención del riesgo de crédito en las operaciones de titulización. <i>Manuel Castilla Cubillas</i>	121	247
— Proyecto de Ley de dinero electrónico. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	121	254
— Sobre los principios aplicables a las relaciones mercantiles en Inglaterra. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	121	254
— Proyecto de Ley sobre agencias de calificación crediticia (agencias de <i>rating</i>). <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	121	256
— Proyecto de Ley de Contratos de Crédito al Consumo. <i>Isabel Fernández Torres</i>	121	257

	N.º de revista	Página
— Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV, relativa a operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	121	258
— Principios de gobierno corporativo en los bancos. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	121	261
— La Sentencia 128/2010, del Tribunal Constitucional, sobre la Ley de Planes y Fondos de Pensiones. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	121	262
— La gestión de sociedades cotizadas y el largo plazo. <i>Isabel Fernández Torres</i>	121	264
— Nuevo Reglamento de MEF. <i>Ana García Rodríguez</i>	121	268
— El nuevo folleto informativo para emisores de reducida capitalización en la Directiva 2010/71/UE. <i>Manuel Castilla Cubillas</i>	121	273
— El Tesoro británico publica un documento sobre la modificación de la regulación financiera. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	122	243
— Evaluación de las políticas aplicadas por España a su sistema financiero. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	122	244
— El Fondo Monetario Internacional publica un Informe autocrítico sobre su falta de previsión de la crisis financiera global iniciada en 2007. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	122	245
— Un breve comentario de la Sentencia de la <i>Delaware Court of Chancery</i> en el asunto <i>Air Products v. Airgas: Derecho de Delaware y Poison Pills</i> . <i>Luis Cazorla González-Serrano</i>	122	246
— Creación del Registro de Empresas de Préstamos o Créditos Hipotecarios. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	122	251
— El nuevo régimen de los Convenios de Promoción de los FTPYME: La Orden PRE/627/2011. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	122	251
— El ICAC aprueba las nuevas Normas Técnicas sobre Informes. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	122	253
— Modificación de la regulación prudencial de los intermediarios financieros por la Ley 6/2011. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	122	254
— El Libro Verde sobre gobierno corporativo. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	122	256

	N.º de revista	Página
— Sobre el régimen especial de las asociaciones de accionistas. <i>Isabel Fernández Torres</i>	122	257
— Impugnación de acuerdos sociales: STS de 28 de marzo de 2011. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	122	258
— Comisión Europea: <i>Credit Default Swaps</i> . <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	122	259
— Una reciente revisión del concepto de «administrador de hecho» en el Derecho británico. <i>Elisa Pilar Lucas Martín</i> .	122	260
— Derogación de la OPA obligatoria en la operación intragrupo. <i>María Rosa Tapia Sánchez</i>	123	283
— Los incentivos fiscales y las estructuras jurídicas empleadas para la financiación sin recurso de proyectos eólicos en EE.UU. <i>José Antonio Morán Hinojar</i> y <i>Andrés Arnaldos Montaner</i>	123	288
— Nueva Sentencia del Tribunal Supremo sobre la falta del tomador en la letra. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> . .	123	294
— Novedades en la regulación comunitaria y española de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de rating). <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	123	295
— A favor de la democracia accionarial en Francia: la transposición de la Directiva núm. 2007/36/CE de 11 de julio de 2007. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	123	298
— Mecanismos empresariales de alerta o denuncia. <i>Isabel Fernández Torres</i>	123	299
— Cambios en la regulación del Fondo de Garantía de Depósitos. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	123	300
— Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre comunicaciones comerciales y prácticas desleales. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	123	301
— Ley de contratos de crédito al consumo. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i>	123	302
— Circular de la CNMV concerniente a la información de las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	123	303
— Informe del Grupo de Reflexión sobre el futuro del Derecho europeo de sociedades. <i>Mónica Fuentes Naharro</i>	123	306
— La Directiva 2011/61/EU sobre los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .	123	307

	N.º de revista	Página
— Consulta sobre cambios referidos al Sistema de Defensa de la Clientela en Gran Bretaña. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	123	311
— Disposiciones europeas en materia de libertad de establecimiento y regulación nacional de la profesión notarial. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	123	311
— Publicación del texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas. <i>Alejandra Martínez Pérez-Espinosa</i>	123	314
— El apoyo a los deudores hipotecarios en el Real Decreto-ley 8/2011. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	123	319
— Jurisprudencia reciente de Audiencias Provinciales sobre demandas de nulidad por error en la comercialización de productos financieros por los bancos. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	124	273
— La nueva regulación del dinero electrónico: Ley 21/2011, de 26 de julio. <i>Blanca Villanueva García-Pomareda</i> .	124	276
— Resolución del ICAC sobre relación entre auditores. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	124	278
— Orden EHA/2899/2011, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios. <i>Alejandra Martínez Pérez-Espinosa</i>	124	279
— Normativa francesa relativa a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y a la gestión de activos. <i>Carmen Rojo Álvarez Manzaneda</i>	124	285
— Informe de la SEC de septiembre de 2011 sobre las agencias de rating. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	124	288
— Auditor y Comité de Empresa. <i>Isabel Fernández Torres</i> .	124	291
— Tribunal Constitucional y cajas de ahorros. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	124	292
— Reforma de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva por la Ley 31/2011. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	124	293
— Reglas de buen gobierno y responsabilidad a los administradores societarios en el Derecho argentino. <i>Martín E. Abdala</i>	124	298
— Implicaciones legales de la Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de Fondos de Inversión Alternativos en la industria del <i>private equity</i> . <i>Rogelio Fernández de la Calle</i>	124	308

BIBLIOGRAFÍA

— Bibliografía	121	281
— Bibliografía	122	269
— Bibliografía	123	323
— Bibliografía	124	335

RECENSIONES

— Alessandra Rosa, <i>Patti parasociali e gestione delle banche</i> , por Mónica Fuentes Naharro	121	291
— Almudena de la Mata Muñoz, <i>Typical Personal Security Rights in the EU</i> , por María Luisa Aparicio	122	277

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 de investigación que contribuyan a dar a conocer al mundo académico y profesional las últimas aportaciones en materia de derecho bancario y bursátil, que sirvan de apoyo a las investigaciones que se realicen en este campo y garanticen el impacto de la Revista en el ámbito académico. Los trabajos en ella recogidos reflejan los puntos de vista de las personas o instituciones que los suscriben y no representan la opinión de la Dirección o Redacción de la Revista. Las opiniones en ellos vertidas son responsabilidad exclusiva de sus autores y la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* declina cualquier responsabilidad derivada de los mismos.

El envío de originales supone la aceptación de las siguientes condiciones:

1. Todos los trabajos y libros para revisiones deberán remitirse a la sede de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (C/ Quintana, 2, 2.º, 28008 MADRID), en caso de correo postal, o bien, a la dirección de correo electrónico: <rdbb@sanchezcalero.com>, a la atención de Mari Carmen Amor.
2. En el caso de su envío por correo postal, los originales deberán presentarse, por medio de un texto impreso, acompañado del correspondiente soporte informático (Microsoft Word).
3. La recepción de los trabajos no implica compromiso alguno para su publicación. La *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* se reserva el derecho preferente de publicar los artículos enviados, presumiendo que los mismos son inéditos y no se encuentran sometidos a evaluación por ninguna otra publicación.
4. El Consejo de Redacción de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, tras una preselección de los artículos recibidos, someterá los mismos a la revisión de dos árbitros anónimos y externos. Se comunicará a los autores la aceptación o no de los artículos y, si es caso, las indicaciones o sugerencias que los evaluadores hayan efectuado y el autor deba incorporar, indicándole asimismo el volumen y número en que se prevé la efectiva publicación del artículo.
5. Por regla general, los trabajos no superarán las 40 páginas a doble espacio, numeradas correlativamente. El tamaño de letra utilizado será del 12, y deberán ir precedidos de una hoja en la que figure el título del trabajo, el nombre del autor (o autores), situación académica y, en su caso, nombre de la institución científica a la que pertenecen.
6. El trabajo deberá ir acompañado igualmente, de un resumen de su contenido (de 100 a 125 palabras) y entre 4 y 6 palabras clave, todo ello tanto en

castellano como en inglés. A continuación deberá incluirse un «Sumario» que permita identificar los distintos epígrafes y apartados del original.

7. Los trabajos destinados a la Sección «Jurisprudencia», además de contar con el contenido recogido en los números 5 y 6 anteriores, deberán ir precedidos de la cita textual total o parcial (en los términos relevantes para el comentario) de los fundamentos de Derecho de la sentencia comentada.
8. Las notas se incorporarán a pie de página, y si se trata de referencias bibliográficas, aun cuando se mencione el autor en el texto, deberán guardar una numeración única y correlativa para todo el trabajo, debiendo acomodarse a la norma ISO 692/1987:
 - **LIBRO:** AUTOR, *Título de la publicación*, núm. Edición, lugar de publicación, editor, año, página (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Madrid, 2007, pp. 15 y ss.)
 - **ARTÍCULO:** AUTOR, «Título del artículo», *Título de la fuente (revista u obra colectiva)*, número, año, páginas (Ejemplo: SÁNCHEZ CALERO, F., «De nuevo sobre la regulación de los grupos de sociedades», *RDBB*, núm. 77, 2000, pp. 7 y ss.)
9. El autor podrá auto-archivar en el Repositorio de su Institución la versión ya evaluada y aceptada por la Revista transcurridos 12 meses desde su publicación.